

**本科生毕业设计[论文]**

**限制性股票激励与企业绩效的实证研究**

**—-基于主板制造业上市公司**

|  |  |
| --- | --- |
| 院 系 | 管理学院 |
| 专业班级 | 财务1802 |
| 姓 名 | 刘然然 |
| 学 号 | U201815856 |
| 指导教师 | 刘高峡 |

年 月 日

**学位论文原创性声明**

本人郑重声明：所呈交的论文是本人在导师的指导下独立进行研究所取得的研究成果。除了文中特别加以标注引用的内容外，本论文不包括任何其他个人或集体已经发表或撰写的成果作品。本人完全意识到本声明的法律后果由本人承担。

作者签名： 年 月 日

**学位论文版权使用授权书**

本学位论文作者完全了解学校有关保障、使用学位论文的规定，同意学校保留并向有关学位论文管理部门或机构送交论文的复印件和电子版，允许论文被查阅和借阅。本人授权省级优秀学士论文评选机构将本学位论文的全部或部分内容编入有关数据进行检索，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存和汇编本学位论文。

本学位论文属于 1、保密囗，在 年解密后适用本授权书

2、不保密囗

（请在以上相应方框内打“√”）

作者签名： 年 月 日

导师签名： 年 月 日

摘 要

随着我国资本市场改革的深入，许多企业向海内外知名企业学习先进的管理经验，选择采用股权激励的方法激发企业管理人员的积极性，从而提高公司的内部治理水平与经营效率。股权激励作为一种长期性的激励方法，即通过对企业的股份加以调配，使职业经理人成为企业的所有人之一，将管理人员的利益与企业所有者的利益相关联，从而达到企业利益与经营者的利益相统一的目的，这在一定程度上克服了传统激励机制的弊端。同时，它还能够在保持企业内部核心人才稳定的情况下吸引外来人才的加入，更加有利于公司的经营发展。而作为股权激励的重要方式之一，限制性股票激励近年来被市场上越来越多的公司所认可，因此，对实施限制性股票激励是否会对公司绩效产生影响的研究更加具有实际价值与现实意义。

本文首先阐述了本课题的写作背景与写作意义；接着对限制性股票等概念以及本文写作的理论基础进行了描述，包括委托代理理论和激励理论；然后对国内外关于限制性股票激励与企业绩效的相关文献进行了梳理；之后到实证分析部分，选取在我国A股主板上市的128家制造业上市公司作为本文的样本公司，将2016年至2019年对管理层实施限制性股票激励计划的公司所对应的2016年至2021年的911组数据作为样本数据，通过回归分析进行了实证研究，为限制性股票激励与企业绩效的关系提供了数据支撑。具体来讲，在对模型进行回归之前，本文通过描述性检统计、相关性分析和多重共线性检验初步考察了模型的有效性和各变量选取的合理性。之后通过回归分析检验本文假设的合理性。最后，为了增强本文实证结果的可信度，本文通过更换被解释变量的方法再次对模型进行了分析。结果表明，限制性股票与企业绩效存在显著的正相关关系。即实施限制性股票激励会提升企业的绩效表现。同时，根据激励理论，对个体的激励能够促使个体提高积极性，那么限制性股票激励强度的变化能否影响企业绩效呢？因此本文用激励计划中的授予股份数占当时公司总股本的比重来衡量激励强度，探究两者之间的关系。研究发现，激励强度与企业绩效呈显著的正相关关系。最后，本文认为如何合理有效地运用股权激励制度并建立相应的监督与考察体系也是企业眼前需要考虑的现实问题。

**关键词**：制造业上市公司；限制性股票激励；激励强度；企业绩效

Abstract

With the development of China's capital market reform, many enterprises learn advanced management experience from famous enterprises at home and abroad and choose to adopt the method of equity incentive to stimulate the enthusiasm of enterprise managers, so as to improve the internal governance level and operational efficiency of the company. As a kind of long-term incentive method, equity incentive is a reasonable allocation and management of the shares of the enterprise, so that the key managers can get part of the company's equity, and the interests of the managers are related to the interests of the owners of the enterprise, so as to achieve the purpose of unification of the interests of the enterprise and the interests of the operators. At the same time, it can also attract foreign talents to join the company while keeping the core talents inside the company stable, which is more beneficial to the company's business development. As one of the important ways of equity incentive, restricted stock incentive has been recognized by more and more companies in the market in recent years, therefore, the research on restricted stock incentive and corporate performance is more relevant.

This paper firstly describes the background and significance of writing this topic; then describes the concepts such as restricted stock and the theoretical basis of writing this paper, including principal-agent theory and incentive theory; then compares the related literature on restricted stock incentive and corporate performance at home and abroad; after that to the empirical analysis part, this paper takes China's A-share main board manufacturing listed companies as the research object and The data from 2016 to 2021 corresponding to the companies that implemented restricted stock incentive plans for management from 2016 to 2019 are taken as samples, and in-depth research is conducted through descriptive statistics, correlation test, multiple regression analysis and robustness test to provide data support for the relationship between restricted stock incentive and corporate performance. The research results show that there is a significant positive relationship between restricted stock incentives and corporate performance, the implementation of restricted stock incentives leads to positive corporate performance creation effect. At the same time, according to incentive theory, incentives for individuals can motivate individuals to improve their motivation, so can changes in the intensity of restricted stock incentives affect corporate performance Therefore, this paper measures the incentive intensity in terms of the number of shares granted in the incentive plan as a percentage of the total share capital of the company at that time, and explores the relationship between incentive intensity and corporate performance. The results show that there is a significant positive relationship between restricted stock incentive intensity and corporate performance. Finally, this paper argues that how to use the equity incentive system reasonably and effectively and establish a corresponding monitoring and inspection system are also realistic issues that companies need to consider in the immediate future.

**Key Words**: listed manufacturing companies; restricted stock incentives; motivation intensity; corporate performance

目 录

[摘要 I](#_Toc104329410)

[Abstract II](#_Toc104329411)

[1 绪论 1](#_Toc104329412)

[1.1 研究背景 1](#_Toc104329413)

[1.2 研究意义 1](#_Toc104329414)

[1.3 研究框架 2](#_Toc104329415)

[1.4 研究方法 3](#_Toc104329416)

[2 相关理论基础与文献综述 4](#_Toc104329417)

[2.1 相关理论基础 4](#_Toc104329418)

[2.1.1 委托代理理论 4](#_Toc104329419)

[2.1.2 激励理论 4](#_Toc104329420)

[2.2 限制性股票概述 5](#_Toc104329421)

[2.3 文献综述 6](#_Toc104329422)

[2.3.1 国内研究现状 6](#_Toc104329423)

[2.3.2 国外研究现状 8](#_Toc104329424)

[2.4 文献评述 9](#_Toc104329425)

[3 限制性股票激励与企业绩效的研究设计 10](#_Toc104329426)

[3.1 假设提出 10](#_Toc104329427)

[3.2 样本数据来源 10](#_Toc104329428)

[3.3 变量定义 11](#_Toc104329429)

[3.3.1 被解释变量 11](#_Toc104329430)

[3.3.2 解释变量 11](#_Toc104329431)

[3.3.3 控制变量 12](#_Toc104329432)

[3.4 研究模型 13](#_Toc104329433)

[4 实证结果 14](#_Toc104329434)

[4.1 描述性统计分析 14](#_Toc104329435)

[4.2 相关性分析 15](#_Toc104329436)

[4.3 多元回归分析 17](#_Toc104329437)

[4.3.1 是否实施限制性股票激励与企业绩效的回归分析 17](#_Toc104329438)

[4.3.2 激励强度与企业绩效的回归分析 18](#_Toc104329439)

[4.4 稳健性检验 19](#_Toc104329440)

[4.4.1 是否实施限制性股票激励与企业绩效的稳健性检验 19](#_Toc104329441)

[4.4.2 激励强度与企业绩效的稳健性检验 20](#_Toc104329442)

[4.5 实证过程的回顾与分析 20](#_Toc104329443)

[5 总结与展望 22](#_Toc104329444)

[6 致谢](#_Toc104329445) 23

[参考文献 24](#_Toc104329446)

# 1 绪论

## 1.1 研究背景

股份制公司这一形式的出现最早是在西方国家，并在世界各地飞速发展起来。目前，我国上市公司大多采取股份制方式，经营权与所有权的分离已经成为了现代股份制企业的基本模式。从其优点来看，“两权分离”有助于提升公司的经营和管理专业化，并促进资源的优化分配；从不利的方面来说，权力的分离也会造成信息的非对称性，从而产生代理费用的问题。如何对代理人进行有效的监控与激励，以减少代理费用，如何处理和平衡代理人与股东之间的利益相关关系，是公司发展和治理中的关键因素。为此，在我国上市公司中推行股权激励是近年来我国企业推行的一项重大措施。对于股权激励能否对公司的绩效和发展产生正面的作用，存在着不同的看法。事实上，股权激励的效果收到多种因素影响，由于企业所在行业、企业规模以及企业自身的特点不同，激励效果“因人而异”。

在此背景下，本文从实证角度出发，探讨了我国限制性股票激励对制造业上市公司业绩的影响程度，单独研究限制性股票激励与制造业上市公司绩效的关系，结论更具针对性。另外，随着国际竞争越来越激烈，如何在激励的竞争中掌握核心优势、占领优势地位，是我国制造业上市公司需要考虑的重要问题。因此选取制造业上市公司作为研究对象，研究在制造业上市公司中两者的关系有极大地现实意义。

## 1.2 研究意义

从可行性的角度来讲，对于股权激励或者管理层持股对于公司绩效有怎样的影响这个问题，许多学者开展了大量的研究，大部分成果也指出股权激励确实会对公司绩效产生一定程度的影响。因此，本文的研究是具有一定可行性的。

理论意义上，虽然关于股权激励对企业绩效表现影响的研究较多，但是大部分学者在开展研究时没有区别激励方式。单独以限制性股票为研究对象，研究其与企业绩效表现的研究相对较少。同时，对于股权激励强度这一要素，较多是用管理层持股作为衡量指标，但是本文认为管理层持有的股份不一定都是通过股权激励制度而来，用管理层持有股份数占公司总股本的比例来衡量激励强度可能会有偏差，所以本文用限制性股票激励计划中的激励比例，也就是激励计划授予的股份数与当时公司总股本的比值来代表股权激励强度。另外，部分专家学者在研究两者的关系时，选取的样本公司包含全行业公司，没有对单个行业进行细致的研究。还有一部分学者则是将单个公司作为案例进行分析，研究结果不具有普遍性。由于各个行业都有其特点，本文认为分行业研究股权激励与企业绩效的关系更加具有可操作性和针对性。所以结合我国股权激励的特点和制造业在我国的重要地位，本文选择制造业上市公司作为研究对象，可以从理论上深入研究在制造业上市公司这一样本中，限制性股票激励能所发挥怎样的效应。挖掘股权激励的理论价值，希望从中探索出降低代理成本的有效途径。

现实意义上，我国是制造业大国，制造业在我国始终处于促进经济发展、稳定国内就业与链接世界的核心地位。从体量上看，制造业是我国体量最大且分布最广的行业，包含了千万个制造业大类与细分行业，延伸至我国经济发展的各个领域。从稳定就业上来看，我国制造业由于分布广，品类全，制造业公司提供的就业岗位尤其之多，在稳定就业方面发挥着举足轻重的作用。在经济全球化的方面来看，我国制造业与全球产业链联系紧密，是我国经济与世界经济链接的桥梁。因此，本文选取制造业公司作为研究对象，具有重要的现实意义。

## 1.3 研究框架

第一部分：绪论。本文对选题的背景和意义了进行了简单的归纳和分析，并阐述了本文的研究内容与主要研究方法。

第二部分：相关理论与文献综述。本文在介绍了委托代理理论、激励理论和相关概念后，对国内外的文献进行了总结。

第三部分：限制性股票激励与企业绩效的研究设计。主要对本文的假设提出、样本数据和模型等进行了介绍，为后续的实证分析做准备。

第四部分：实证结果。在对模型进行回归分析之前，本文通过描述性检统计分析、相关性检验和多重共线性检验初步考察了模型的有效性和各变量选取的合理性。之后通过回归分析检验了本文假设的合理性。最后，为了增强本文实证结果的可信度，本文通过更换被解释变量的方法再次对模型进行了回归，回归结果与原结果一致，说明本文的实证结果具有一定的可信度。

第五部分：总结。本部分总结了本文的研究思路和研究过程，并对实证结果做了进一步分析，最后针对限制性股票激励与企业绩效之间的关系提出相关建议。

本文的研究框架如图1-1所示：

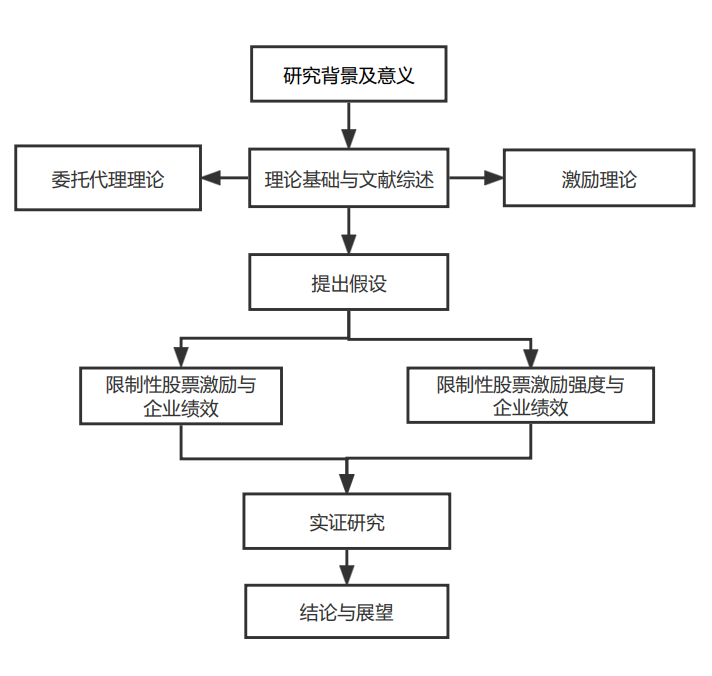


图1-1 研究框架

## 1.4 研究方法

本文主要采用文献研究法与实证研究法来进行本课题的研究。

（1）文献研究法。股权激励制度发展至今，经历了跌宕起伏的过程。无论是限制性股票还是股票期权，国内外学者都进行了大量的研究。其中既包含理论和案例研究，又包含实证研究。但是无论哪种研究都对股权激励理论的发展产生了深远的影响。因此，在本文进行研究之前，对国内外学者有关股权激励方面的研究成果进行梳理，充分了解限制性股票激励的发展历程与发展现状，并对相关理论进行了总结与分析。为本文之后的实证分析奠定了理论基础。

（2）实证研究法。本文主要是基于股权激励的相关理论对其与企业绩效是否存在相关关系进行数据分析。在实证阶段，本文利用Excel和Stata软件对已收集的数据进行回归分析，从定量的角度验证本文观点的合理性，使文章研究结论更具科学性。

# 2 相关理论基础与文献综述

## 2.1 相关理论基础

### 2.1.1 委托代理理论

委托代理理论又被称为现在契约理论，该理论指出委托人与代理人之间可能因为利益冲突和信息不对称导致委托代理成本。股东作为公司的所有者，其主要目标和利益趋向是公司的长远发展，而职业经理人因为任期和绩效考核的原因，其主要目标是绩效考核内或者任期内的绩效目标，相比于股东目标更加短期，因此在委托代理的关系中出现了委托人与受托人利益趋向不同的问题。其次，由于公司股东与职业经理人的身份不同，会产生信息不对称的问题。因为经理人直接参与企业的日常经营活动，所以对企业各方面经营信息有着全面且准确的了解；而公司股东作为受托方直接放弃了企业的日常管理权利，对企业的经营状况等信息的获取都是通过职业经理人的汇报而来，对信息的了解程度和信息准确度上都远不及职业经理人，信息不对称加剧了委托代理成本。比如，职业经理人在选择投资计划的时候，往往会倾向于在短期内获得更大的利益，从而有利于公司的短期绩效要求，这对公司的长远发展是不利的，但对于股东来说，由于信息不对称而无法限制他们的行动。

为了缓解上述股东与职业经理人的利益取向不同和信息不对称的问题，必须建立一套能够有效限制职业经理人非理性行为的机制，减少企业的委托代理成本，以达到企业所有者与经营者之间的利益协调统一。在此背景下，将股权转让给管理层，使其成为股东的一员，可以更好地发挥其作用。管理层拥有股份，不但可以得到劳动报酬，而且可以对经营中的超额收益行使剩余索取权，这样，管理者和管理者就可以共担风险、共享收益，从而使其在做决策时，更能考虑到公司的长远发展。

### 2.1.2 激励理论

美国著名心理学家马斯洛于1943年首先提出了需求层次的概念，其认为人类的需要由低到高，分为生理、安全、社交、尊重和自我实现的需求。这一理论指出，人的首要目标是获得较低的要求，其次才是更高的要求。股权激励既能满足员工的较低层次的物质需求，又使其具有股东地位，从而满足其尊重需求和自我实现需求。

公司实行股权激励的具体办法，就是给股东一个优惠的价格，或者以赠予的形式授予其一定数量的股票，让他们的身份发生转变，同时也可以保护股东的权益。由此可知，，相对于传统的绩效奖金激励，股权激励更具持久性、激励效果更强。

## 2.2 限制性股票概述

随着现代公司制度的不断发展，经营权与所有权分开运行成为一种趋势。由此带来的委托-代理问题成为企业在激烈的竞争中保持优势所需要考虑的重要问题。公司股东与职业经理人的目标不同可能会给公司带来严重的经营问题。一般来讲，由于任期和绩效考核等相关因素的客观存在，职业经理人往往更加注重企业短期效益的提升，以此为出发点职业经理人可能怎会出于个人利益而做出一些短期内使自身利益最大化，而上期可能不利于公司发展的决策；而公司股东则更加注重长期发展。而要解决上述问题，首先，需要职业经理人自身的道德约束，以及其个人决策要符合公司长远利益；另外，职业经理人的行为也需要外在力量约束，这就需要制度层面和公司股东进行约束。所以，公司股东在聘请职业经理人管理公司的同时，设立相应规章制度对其进行一定程度的控制，将经理人的利益与企业的长期价值联系在一起，因此，股权激励应运而生。

限制性股票时股权激励的主要方式之一，即通过一定的限制条件将公司的股权分配给员工的激励行为，是缓解委托-代理问题的重要方法。委托代理理论提到经理人与股东之间存在信息不对称的问题，管理者主要从事公司的日常运作，对公司的财务和经营情况比较了解，如果管理者为了达到自己的目的，故意隐瞒公司的一些情况，从而达到自己的目的，就会导致公司的资产受损。因此，许多公司都采取了限制性股票激励的方式调控其行为，限制性股票激励使经理人与企业的长远利益联系起来，共担风险、共享利润，有利于调动经理人的工作积极性，形成一种长期的激励机制。

具体来讲，限制性股票是指公司根据事先设定的条件向特定的激励对象发放的股份，限制性股票激励计划主要包括激励对象、激励数量、授予价格、授予期限和解锁条件五个部分。激励对象主要是公司的核心管理人员，出于独立性的考虑，不能包含独立董事；激励数量要结合公司整体的股权价值，一般来讲，个人激励总额不得超过公司总股本的1%；授予价格和期限一般根据公司的具体规定，在股权激励办法所规定范围内自由选择；解锁条件主要分为个人指标和公司指标。个人绩效指标主要是公司的内部考核；企业绩效指标主要包括营业收入指标、净利润指标、资产回报率等，部分指标还需要参考企业所在行业均值。具体指标的选取是参考股权激励制度规定和公司的具体情况而定。

## 2.3 文献综述

目前，国内外专家学者就股权激励对企业绩效有怎样的影响这一问题有非常丰富的研究成果。由于研究对象的差异、研究时间不同等因素，学者们也有着不同的见解。总体来说，分为线性相关和非线性相关或不相关两种观点。

在具体的实施中，某些公司在实施激励计划时，可能既实施了限制性股票激励计划，又实施了股票期权激励计划。其次，由于限制性股票在我国发展的时间不久，单独将限制性股票作为研究对象的研究相对不多，而不区分限制性股票与股票期权的股权激励或管理层持股与企业绩效的研究较多，因此，本文将从限制性股票与股票期权的对比研究、限制性股票激励与企业绩效线性相关、限制性股票激励与企业绩效非线性相关或不相关三个方面进行文献梳理，其中限制性股票激励与企业绩效的相关关系的论述中包含了部分不区分股权激励方式的论述。

### 2.3.1 国内研究现状

#### （1）限制性股票与股票期权的对比研究

肖淑芳等（2016）从管理层权力的角度研究上市公司股权激励方式的偏好。结果表明，企业大多使用限制性股票来进行对公司管理层的激励。且在管理层权力大的公司这种情况越显著。原因为获利空间更大的限制性股票更能激发管理层的工作热情；并且，限制性股票激励计划中，被激励对象的权利与义务更加对等，其利益与企业利益绑定更加紧密，更有利于管理层发挥其才能，为企业创造更多价值。

陈文强等（2021）在研究企业怎样在限制性股票激励与股票期权之间做出选择时，提出了企业在生命周期的不同阶段会选择不同激励方式的设想。结果表明，发展阶段会影响企业对于激励方式的选择。处于成长或衰退期的公司偏好股票期权；而处于成熟期的公司更偏好限制性股票激励。其解释为，在成长期或者衰退期，股票期权使激励对象有更强的风险共担效应，驱动企业的绩效增长。而在成熟期，限制性股票激励有更强的利益绑定效应，继而驱动企业价值增长。

陈文哲等（2022）在研究上市公司股权激励模式选择时，创造性的引入了博弈论的分析框架。研究结果指出，代理问题严重、投资风险大的企业倾向于限制性股票激励，原因是股东可以通过限制性股票激励更有效地促进激励对象工作。其次，限制性股票同时存在激励性和福利性，可以通过合理设置考核及激励机制发挥限制性股票的激励作用。

#### （2）限制性股票激励与企业绩效线性相关的论述

郭蕾等（2019）在研究限制性股票激励和企业创新产出之间的关系时，选取2009年至2015年之间实施股权激励的387家科技型公司作为样本。结果表明，股权激励对企业的创新具有正向的调节作用，且激励强度越强，创新产出越高。蔡蕙（2020）在研究高管股权激励与企业绩效的关系时也得到过类似的结论。

陈效东等（2016）以我国A股市场中的上市公司作为研究对象，深入分析限制性股票激励对企业资产投资效率的作用。研究表明，对企业管理层进行激励，能够使其更加关注能够长期获得投资回报的项目，提高企业资金的使用效率。

胡景涛等（2020）不区分激励方式研究2006-2017年我国实施过激励的上市公司的相关数据。研究发现，对与上市公司高管进行的股权激励预期效果不明显，但是对普通员工进行股权激励起到了补救作用，有助于企业绩效的提升。

周仁俊等（2010）从公司产权的角度出发。结果表明，管理层激励能够提升公司绩效。通过区分国有与非国有公司发现，在非国有企业中激励对于企业绩效提升的效应更明显。谢德仁等（2010）利用经验数据对比研究也得出了类似的结论。

万华林（2018）在研究股权激励与企业财务的关系时，从行为金融学的角度对二者的关系进行阐述。文章指出，实施股权激励对提高公司的内部治理水平有积极的影响，并且在维系股东和经理人关系的同时能够提高经理人的积极性，从而对企业绩效产生积极的促进作用。

孟庆斌等（2019）研究普通员工激励对于企业创新的作用。结果表明，员工激励能够提高员工在创新过程中的积极性、团队协作等，从而提高创新效率，对公司价值的提高存在正向的调节作用。

#### （3）限制性股票激励与企业绩效非线性相关或不相关的论述

黄桂田等（2008)指出，管理层激励对公司绩效存在倒U型影响，即在临界点之前，股权激励对公司绩效存在正向的影响；过了临界点之后，股权激励对公司绩效则存在负向的影响。

唐雨虹等（2017）在研究上市公司股权激励实施效果时，分别从代理成本和企业绩效两个方面出发。结果表明，股权激励计划可能会增加管理层的非理性投资，而且也不能显著降低管理层的在职消费，由此对企业绩效的改善也不明显。

### 2.3.2 国外研究现状

#### （1）限制性股票与股票期权的对比研究

Helena和Martin（2014）在研究股权激励与企业价值的关系时，对限制性股票和股票期权进行了区分，分别研究两者对企业价值的影响。研究表明，短期内股票期权对企业价值的提升作用更明显，而长期来看，限制性股票具有更加长效的影响。

Brian和Kevin（2002）在研究限制性股票和股票期权对公司发展的影响是，从成本控制和风险管理的角度进行了分析。研究结果表明，限制性股票在成本控制和风险管理两个方面都优于股票期权。

Lian和Su（2011）从降低代理成本的角度分析股票期权与限制性股票的作用。结果表明，股票期权在降低代理成本方面有更好的效果。

Raluca（2009）通过研究长期薪酬激励制度与企业风险控制的关系得出，限制性股票激励能够有效控制不必要的风险投资和风险支出；而股票期权激励能够增加公司的有效研究投资，推动公司的研发进步。

#### （2）限制性股票激励与企业绩效线性相关的论述

Chen（2003）在研究限制性股票激励与企业绩效的关系时，以123家对管理层进行激励的日本上市公司作为样本公司。结果表明，实施激励能够促进企业绩效的提升。同样的，Jana和Laura（2019）在研究两者的关系时，用托宾Q值作为被解释变量。结果表明，不论是长期还是短期，限制性股票激励都能促进绩效的提升，长期的激励效果更为明显。

Souder（2010）也研究了管理层持股比例与企业价值的关系，研究表明对于管理层的股权激励能够优化薪酬结构，提高管理层的工作积极性，并且可以使管理层在做决策时更多考虑企业的长期发展。同样的，LI（2017）也认为对于企业管理层实施股权激励额能够带来利益趋同效应，即股权激励能够在一定程度上将经理人与企业的利益联系在一起，从而对企业绩效产生积极的影响。Jeffrey（2012）也得出了相似的结论。

#### （3）限制性股票激励与企业绩效非线性相关或不相关的论述

Li-Hui（2018）在研究限制性股票激励与企业绩效之间的关系时发现，企业绩效的提升或者下降与是否实施限制性股票激励没有明显的相关关系。同样，Lin Jiang和Kling（2017）在研究股权激励与企业绩效的关系时，将股票期权作为研究对象，用净资产收益率ROE作为被解释变量来衡量绩效。研究发现，两者没有显著的关系。

Yan（2011）在研究中支出，随着股权激励强度的提高，职业经理人更加把其工作重点放在个人利益最大化上，而不顾股东和企业的长期发展价值。

Kim（2011）从外部治理能力的角度出发，研究在公司的外部治理能力不同时，实施限制性股票激励会对公司绩效带来怎样的影响。结果表明，当外部治理能有效发挥作用时，两者没有表现出很强的关系；相反，当外部治理能力无效时，两者表现出先负相关后正相关的变化关系。

## 2.4 文献评述

总体来看，对于股权激励尤其是限制性股票激励与企业绩效是否有关的问题，国内外学者都有着不同观点，主要可以分为股权激励与企业绩效存在线性相关关系和股权激励与企业绩效非线性相关或不相关。

对于股权激励与企业绩效关系的分歧，本文认为的原因可能是：第一，对于股权激励模式的选择不同。由于国内外资本市场发展的不平衡性，股权激励模式也不尽相同，部分学者研究股票期权激励模式，另一部分学者则研究限制性股票激励模式；第二，对于股权激励强度衡量指标选择不同。对于股权激励强度，其衡量指标主要有管理层持股比例、激励股数占总股本的比重等；第三，企业绩效的衡量标准不同。国外学者采用托宾Q值代表企业较多，而国内学者则较多使用会计指标。综合来看，由于变量选取、样本公司与研究视角的不同，再加上不同国家的股权激励制度与相关政策的不同，最终导致了研究结果的不同。

针对以上问题，本文将限制性股票激励作为研究对象，以我国A股主板制造业上市公司作为初始样本，研究在制造业中，限制性股票与企业绩效的相关关系，而制造业作为我国覆盖范围最广的行业，对于我国的经济稳定和人民生活具有重要的地位，这样不仅避免了行业周期性对实证结果的影响，又更加具有现实意义。

# 3 限制性股票激励与企业绩效的研究设计

## 3.1 假设提出

根据本文的文献综述部分，委托代理理论提到两权分离会导致信息不对称、管理层与股东利益不一致等问题，限制性股票激励通过对管理层发放限制性股票，能够使管理层和股东的利益关系更加紧密，推动管理层发挥其才能，从而对企业的长期发展产生正向的作用。万华林（2018）在研究股权激励与企业财务的关系时，从行为金融学的角度对二者的关系进行阐述。文章指出，实施股权激励对提高公司的内部治理水平有积极的影响，并且在维系股东和经理人关系的同时能够提高经理人的积极性，从而对企业绩效产生积极的促进作用。陈效东、周嘉南等（2016）以我国A股市场中的上市公司作为研究对象，深入分析限制性股票激励对企业资产投资效率的作用。研究表明，对企业管理层进行激励，能够使其更加关注能够长期获得投资回报的项目，提高企业资金的使用效率。谢德仁等（2010）也有相似的结论。孟庆斌等（2019）研究普通员工激励对于企业创新的作用。结果表明，员工激励能够提高员工在创新过程中的积极性、团队协作等，从而提高创新效率。因此，本文提出了第一个假设：

假设1：限制性股票激励有利于企业绩效的提升。

激励理论指出激励能够提高被激励者的工作积极性，促使其发挥才能。激励强度越强，则被激励者将会有更大的动力去提企业的绩效，为企业创造价值。李小娟（2017）在研究股权激励强度与上市公司绩效的关系时，将2009年—2015年实施股权激励的上市公司作为研究样本，不区分激励方式。研究结果表明，激励强度对企业价值具有积极的调节作用。且股权激励强度越强，企业价值和企业绩效表现越好。郭蕾等（2019）在研究股权激励和企业创新产出之间的关系时，选取2009年至2015年之间实施股权激励的387家科技型公司作为样本。结果表明，股权激励对企业的创新具有正向的调节作用，且激励强度越强，创新产出越高。因此，本文提出了第二个假设：

假设2：限制性股票激励强度越强，企业绩效表现越好。

## 3.2 样本数据来源

本文以主板制造业上市公司为研究对象，样本来源时间段选取为2016-2019年。即将2016-2019年对公司管理层实施限制性股票激励计划的公司作为样本，获取相应公司的2016-2021年度数据作为样本数据。对于假设1，本文将2016-2019年间董事会通过限制性股票激励方案，但最终停止实施的公司列入对照组，探究两者的绩效表现有何差异。

本文数据来源于Choice金融终端与国泰安数据库。经过初步筛选，获取了200多家样本公司。但是由于部分公司当前存在财务异常情况或者部分年份数据有缺失，所以还要对已获取的样本公司做进一步筛选。本文采用的筛选（剔除）标准为：

（1）剔除标识ST、\*ST的上市公司；

（2）剔除部分数据缺失且无法完善的上市公司；

（3）实施限制性股票激励计划的同时包含股票期权激励的公司；

（4）激励计划方案中不涉及管理层人员的公司。

最终通过筛选确定了168家制造业上市公司作为本文的样本公司，并获取了911组对应公司的数据。本文将借助Excel2016与Stata17软件进行数据处理。

## 3.3 变量定义

### 3.3.1 被解释变量

对于假设1、2的检验，被解释变量是企业绩效的相关指标。从文献综述可以看出，部分学者运用会计指标衡量企业绩效。主要可选择的指标是总资产收益率ROA和净资产收益率ROE。本文选取总资产收益率ROA来衡量公司的绩效。ROA越高，表明企业的资金回报效率越高，获利能力越强。净资产收益率ROE又称作股东权益报酬率、权益利润率。通过计算净资产中净利润所占比重来评估公司的盈利能力。本文将净资产收益率ROE用来进行稳健性检验。

### 3.3.2 解释变量

（1）是否实施限制性股票激励（Inc）。对于假设1，本文将是否实施限制性股票激励作为解释变量。在所选时间段内，将实施限制性股票激励计划的上市公司赋值为1，为避免股权激励公告效应的影响，本文将董事会宣告通过限制性股票激励计划但最终停止实施的同类样本赋值为0。

（2）激励强度（Str）。一些学者用管理层持股指标来衡量股权激励强度。但管理层持股可能包含非限制性股票激励计划中的部分（周双双，2021），即管理层持股并不能准确的代表限制性股票激励计划中的激励强度。所以本文采用激励方案公告时激励数量占公司总股本的比重代表限制性股票激励强度。

### 3.3.3 控制变量

企业的发展是一个复杂的过程，影响其价值提升的因素更是多种多样。本文主要研究的是限制性股票激励和激励强度对企业价值的影响，除此之外，对于不同的企业还有很多不可忽略的客观因素影响其价值创造，如周仁俊（2010）、万华林（2018）、林大庞和苏冬蔚（2011）等人的研究，可以看出企业规模、资本结构、公司成长性和股权集中度对企业绩效有着很大的影响。本文的控制变量主要有：

（1）企业规模（Size）：普遍意义上讲，企业规模越大，企业所掌握的资源也相对较多，企业的整体实力也就越强，就能够在竞争中掌握主动地位。所以本文认为企业规模是影响企业绩效的重要因素。本文用期末资产总额代表企业规模。

（2）资本结构（Lev）：资本结构是公司长期发展的重要影响因素。合理的资本结构不仅对于企业内部控制有重要意义，而且对于企业价值的提升有重要的作用。相反，不合理的资本结构则会阻碍公司的发展。比如过高的负债会给公司经营带来巨大的风险。本文用资产负债率代表资本结构。

（3）成长性（Growth）：公司成长性虽然是从过去的经营绩效计算而来，但是能够真实的总结与反应企业的成长能力与发展潜力。公司成长性越好，则越有可能获得市场的认可，从而就有更好的资源获取能力。本文用主营业务收入增长率来衡量企业的成长性。

（4）股权集中度（Top10）：如果公司的大股东拥有较多的股份，那么其与公司的利益关系就会更加密切，而股东对公司的监督也会更加积极，这对公司的业绩也会有很大的帮助。但是，如果企业的股份集中程度太高，也可能使大股东为了自身的利益，而做出损害公司利益的事情。本文主要以前十大股东的股份占有率来衡量股权集中度。

表3-1 变量总览

| 变量类别 | 变量名称 | 变量符号 | 变量计算公式 |
| --- | --- | --- | --- |
| 被解释变量 | 总资产收益率 | ROA | 净利润/总资产 |
|  | 净资产收益率 | ROE | 净利润/股东权益 |
| 解释变量 | 是否实施限制性  股票激励 | Inc | 实施限制性股票激励的公司赋值为1；宣告激励计划但未实施的样本赋值为0 |
|  | 激励强度 | Str | 授予股份数占当时公司股本总数的比例 |
| 控制变量 | 公司规模 | Asset | 年末资产总额 |
|  | 资本结构 | Lev | 年末总负债/总资产 |
|  | 成长性 | Growth | 主营业务收入增长率 |
|  | 股权集中度 | Top10 | 年末前十大股东持股比例之和 |

## 3.4 研究模型

本文主要研究限制性股票激励和激励强度对企业绩效的影响，根据前文提出的假设以及选取的变量构建模型进行研究。

对于假设1和假设2，分别建立限制性股票激励与企业绩效的关系模型（模型1）和激励强度与企业绩效的关系模型（模型2），如下：

其中，ROA代表样本公司的绩效；Inc为模型1的被解释变量，代表是否实施限制性股票激励；Str为模型2的解释变量，代表限制性股票激励强度；α代表常数项；Asset、Lev、Growth、Top10均为模型中的控制变量，分别表示公司规模、资本结构、企业成长性和股权集中度；βi为每个变量的回归系数；ε为随机误差项。在最终的实证结果中，如果是否实施限制性股票激励Inc的系数β1显著为正，则假设1成立，否则假设1不成立；如果限制性股票激励强度Str的系数β1显著为正，则假设2成立，否则假设2不成立。

# 4 实证结果

## 4.1 描述性统计分析

为了更直观的了解变量的整体情况，本文进行描述性统计分析，结果如表4-1所示：

表4-1 各变量的描述性统计结果（模型1、2）

| 变量 | 最大值 | 最小值 | 平均值 | 标准差 | 观察值 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| ROA | 37.18% | -48.57% | 6.24% | 5.58 | 911 |
| ROE | 48.04% | -82.42% | 10.52% | 9.69 | 911 |
| Inc | 1 | 0 | 0.88 | 0.32 | 911 |
| Str | 8.53% | 0 | 1.85% | 1.57 | 911 |
| Asset | 3879.46 | 8.31 | 147.19 | 373.15 | 911 |
| Lev | 79.87% | 5.95% | 41.08% | 15.36 | 911 |
| Growth | 267.31% | -73.85% | 20.04% | 29.70 | 911 |
| Top10 | 87.90% | 17.92% | 54.73% | 14.81 | 911 |

被解释变量ROA代表总资产收益率。ROA最大值为37.18%，最小值为-48.57%，相差接近86%，可以看出，尽管都是制造业上市公司，但是不同公司之间的获利能力差距较大；ROA均值为6.24%，当一个公司的ROA大于6.24%时，就表明这家公司当年的绩效水平在所选样本公司的平均水平之上。

解释变量Inc代表是否实施限制性股票激励。实施的公司赋值为1，宣告激励计划但未实施的样本赋值为0。Inc均值约为0.89，这意味着在2012-2019年间主板制造业公司在通过激励计划后，约有11%的上市公司因为某些原因没有实施限制性股票激励计划。

解释变量Str代表激励强度，即授予股份占公司股本总数的比例。最大值8.53%，表明某些公司为了实施长效的激励投入相对较大；最小值是0，表示没有实施限制性股票激励。

控制变量Asset代表资产总额。可以看到资产总额最大值为3879.46亿元，最小值为8.31亿元，前者约是后者的468倍。尽管样本公司都是制造业公司，但是可能由于每个公司的行业地位或者具体生产的产品性质不同，所以会有上述差异。

控制变量Lev代表资本结构。最大值约为80%，最小值约为6%，说明不同企业之间的资本结构存在较大的差异；均值约为41%，表明样本公司的平均资产负债率较高。

控制变量Growth代表主营业务收入增长率。最大值为267.31%，最小值为-73.85%，表明样本公司之前的发展前景存在较大差异，出现负值表明在部分公司当年的经营业绩相比往年有所下降，负值较大则表明经营业绩下降较多。

控制变量Top10表示公司前十大股东持股比例之和。Top10最大值为87.90%，最小值为17.92%，均值接近55%。说明不同公司之间股权集中度有较大差异，并且样本公司的平均股权集中度较高。这也侧面反映了部分公司想要通过限制性股票激励来合理分配公司的股权，想要通过优化股权结构提升企业价值。

## 4.2 相关性分析

本文运用Stata17分别对模型1和模型2的变量进行相关性分析，初步考察各变量之间的相关性，分析结果如下：­

表4-2 模型1的相关性检验结果

|  | ROA | Inc | Asset | Lev | Growth | Top10 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| ROA | 1 |  |  |  |  |  |
| Inc | 0.1341\* | 1 |  |  |  |  |
| Asset | 0.0444\*\* | 0.0856 | 1 |  |  |  |
| Lev | -0.2839\*\*\* | 0.0921 | 0.3167\*\*\* | 1 |  |  |
| Growth | 0.2365\*\* | 0.0116 | 0.0196 | 0.1070 | 1 |  |
| Top10 | 0.2704\*\*\* | -0.1565 | -0.0317 | -0.1069\*\*\* | 0.0179 | 1 |

表4-3 模型2的相关性检验结果

|  | ROA | Str | Asset | Lev | Growth | Top10 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| ROA | 1 |  |  |  |  |  |
| Str | 0.1632\*\* | 1 |  |  |  |  |
| Asset | 0.0444\*\* | 0.0346 | 1 |  |  |  |
| Lev | -0.2839\*\*\* | 0.0437 | 0.3167\*\*\* | 1 |  |  |
| Growth | 0.2365\*\* | 0.0116 | 0.0196 | 0.1070 | 1 |  |
| Top10 | 0.2704\*\*\* | -0.1565\*\*\* | -0.0317 | -0.1069\*\*\* | 0.0179 | 1 |

从表4-2和表4-3可以看出，解释变量是否实施限制性股票激励Inc与被解释变量总资产收益率ROA的相关系数为0.1341；解释变量激励强度Str与ROA的相关系数为0.1632。说明Inc、Str与ROA之间都存在显著的正相关关系。

资产负债率Lev与总资产收益率ROA的相关系数为-0.2839，且在1%的水平上显著，说明资产负债率和总资产收益率存在显著的负相关关系；公司规模、企业成长性、前十大股东持股比例与ROA的相关系数都为正数，且都表现为显著相关，表明本文所选取的控制变量对被解释变量都有一定的影响，在回归模型中引入这些控制变量是可行的。

为了规避多重共线性对后续研究的影响，本文将进行多重共线性检验，结果如下：

表4-4 模型1、2多重共线性检验结果

| 模型1 |  | 模型2 |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 变量 | VIF | 变量 | VIF |
| Lev | 1.17 | Lev | 1.14 |
| Asset | 1.11 | Asset | 1.11 |
| Inc | 1.06 | Top10 | 1.05 |
| Top10 | 1.03 | Str | 1.04 |
| Growth | 1.01 | Growth | 1.01 |
| VIF均值 | 1.08 | VIF均值 | 1.07 |

通常情况下，VIF值小于10则可以认为模型不存在多重共线性，检验结果显示，模型1与模型2各变量的VIF值均小于10，则初步判断本文的模型不存在多重共线性的问题，可以进入回归分析阶段。

## 4.3 多元回归分析

### 4.3.1 是否实施限制性股票激励与企业绩效的回归分析

根据模型1对数据进行回归分析，得到的结果如下：

表4-5 模型1回归结果

| 模型1 | F(5,905) | | Prob＞F | | R2 | Adj-R2 | | Root MSE | | obs |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 58.11 | | 0.0000 | | 0.2430 | 0.2389 | | 4.8692 | | 911 |
| ROA | | Coefficient | | Std.err. | | | t | | P>|t| | |
| Inc | | 2.1601\*\*\* | | 0.5137 | | | 4.20 | | 0.000 | |
| Asset | | 0.0022\*\*\* | | 0.0005 | | | 4.90 | | 0.000 | |
| Lev | | -0.1297\*\*\* | | 0.0114 | | | -11.42 | | 0.000 | |
| Growth | | 0.0499\*\*\* | | 0.0055 | | | 9.13 | | 0.000 | |
| Top10 | | 0.0949\*\*\* | | 0.0111 | | | 8.57 | | 0.000 | |
| \_cons | | 3.1366\*\*\* | | 0.9222 | | | 3.40 | | 0.001 | |

可以看到，模型1的R2为0.2430，调整R2为0.2389，说明模型1能够解释说明被解释变量、解释变量与控制变量之间的相关关系。

从解释变量的角度看，是否实施限制性股票激励Inc的回归系数为2.1601，对应的p值为0.000。说明实施限制股票激励对企业绩效具有显著的正向调节作用，即实施限制性股票激励能够促进企业绩效的提升。假设1得到验证。

从控制变量的角度看，所有控制变量的p值均为0.000，即所有控制变量都在1%的显著性水平上与被解释变量呈现显著的相关关系。其中Asset、Growth、Top10与ROA表现出显著的正相关关系，这表明公司规模、公司成长性和股权集中度都会对企业绩效产生正向的调节作用。规模较大、发展前景较好的公司相对拥有较多的行业资源和较高的市场认可度，其实施限制性股票激励使被激励者通过提升企业绩效而获得能奖励空间更大，更能够激发其积极性。股权集中度较高的企业，在快速发展或者急需企业绩效来刺激公司的市场表现的阶段，董事会更容易通过限制性股票激励方案，从而对企业绩效产生积极的影响。与此同时，资产负债率Lev与ROA之间表现出显著的负相关关系。这表明企业的资产负债率越高，其在日常经营中所面临的风险可能就会越大，这些风险因素会加剧企业发展的不稳定性，从而对企业的发展产生非常不利的影响。这就提醒企业在日常的经营活动中应当优化资本结构，尽可能将资产负债率控制在合理且可控的范围之内，从而达到风险控制的效果。

### 4.3.2 激励强度与企业绩效的回归分析

根据模型2对数据进行回归分析，得到的结果如下：

表4-6 模型2回归结果

| 模型2 | F(5,905) | | Prob＞F | | R2 | Adj-R2 | | Root MSE | | obs |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 55.23 | | 0.0000 | | 0.2338 | 0.2296 | | 4.8988 | | 911 |
| ROA | | Coefficient | | Std.err. | | | t | | P>|t| | |
| Str | | 0.2697\*\* | | 0.1052 | | | 2.56 | | 0.011 | |
| Asset | | 0.0023\*\*\* | | 0.0005 | | | 5.02 | | 0.000 | |
| Lev | | -0.1226\*\*\* | | 0.0113 | | | -10.87 | | 0.000 | |
| Growth | | 0.0502\*\*\* | | 0.0055 | | | 9.12 | | 0.000 | |
| Top10 | | 0.0935\*\*\* | | 0.0112 | | | 8.34 | | 0.000 | |
| \_cons | | 4.3096\*\*\* | | 0.8572 | | | 5.03 | | 0.000 | |

可以看到，模型2的R2为0.2338，调整R2为0.2296，说明模型二也能够解释说明各变量之间的相关关系。从解释变量的角度看，激励强度Str的回归系数为0.2697，对应的p值为0.011，即在5%的显著性水平上显著。说明激励强度对企业绩效具有显著的正向调节作用，即激励强度的提升能够促进企业绩效的提升。假设2得到验证。

从控制变量的角度看，与模型1的回归结果相似，模型2中所有控制变量的p值均为0.000，即所有控制变量都在1%的显著性水平上与被解释变量呈现显著的相关关系。其中Asset、Growth、Top10与ROA表现出显著的正相关关系，这表明公司规模、公司成长性和股权集中度都会对企业绩效产生正向的调节作用，此结论已经在假设1的检验中得到验证。规模较大、发展前景较好的公司拥有相对较高的市场认可度，有利于企业的发展。同时，与前文假设1的检验结果相一致，Lev与ROA之间也表现出显著的负相关关系。前文提到，资产负债率高意味着企业所面临的风险大，对企业的发展不利。

所以，本文初步得出结论：

（1）对于假设1，实证结果表明，实施限制性股票激励有利于企业绩效的提升。

（2）对于假设2，实证结果表明，限制性股票激励强度越强，企业绩效表现越好。

## 4.4 稳健性检验

为了增强本文研究结果的可信度，本文用净资产收益率ROE替代假设1与假设2的被解释变量总资产收益率ROA来进行稳健性检验。

### 4.4.1 是否实施限制性股票激励与企业绩效的稳健性检验

根据模型1，将被解释变量ROA替换成ROE进行稳健性检验，得到的结果如下：

表4-7 模型1稳健性检验结果

| 模型1 | F(5,905) | | Prob＞F | | R2 | Adj-R2 | | Root MSE | | obs |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 27.85 | | 0.0000 | | 0.1333 | 0.1286 | | 9.0431 | | 911 |
| ROE | | Coefficient | | Std.err. | | | t | | P>|t| | |
| Inc | | 2.9632\*\*\* | | 0.9541 | | | 3.11 | | 0.002 | |
| Asset | | 0.0061\*\*\* | | 0.0008 | | | 7.20 | | 0.000 | |
| Lev | | -0.064\*\*\* | | 0.0211 | | | -3.03 | | 0.003 | |
| Growth | | 0.0776\*\*\* | | 0.0102 | | | 7.64 | | 0.000 | |
| Top10 | | 0.0951\*\*\* | | 0.0206 | | | 4.62 | | 0.000 | |
| \_cons | | 2.8761\* | | 1.7126 | | | 1.68 | | 0.093 | |

从表4-7中可以得知，用净资产收益率ROE衡量企业绩效时，模型1的R2为0.1333，调整后的R2为0.1286，说明调整后的模型1也能够解释各变量之间的相关关系，但是对于原模型1来说，拟合优度有所降低。

同时可以看出，是否实施限制性股票激励Inc与企业绩效ROE的相关系数依然显著为正，值得注意的是，用净资产收益率ROE衡量企业绩效时，解释变量是否实施限制性股票激励Inc与企业绩效ROE的回归系数有所提高，即相比于总资产收益率ROA，实施限制性股票激励更有助于净资产收益率ROE的提升。原因可能是ROE作为证监会对公司IPO、增发等行为的重要考核指标，可能会受到公司管理层的修饰。总之，根据以上结果，假设1通过了稳健型检验。

### 4.4.2 激励强度与企业绩效的稳健性检验

根据模型2，将被解释变量ROA替换成ROE进行稳健性检验，得到的结果如下：

表4-8 模型2稳健性检验结果

| 模型2 | F(5,905) | | Prob＞F | | R2 | Adj-R2 | | Root MSE | | obs |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 27.16 | | 0.0000 | | 0.1305 | 0.1257 | | 9.058 | | 911 |
| ROE | | Coefficient | | Std.err. | | | t | | P>|t| | |
| Str | | 0.5012\*\* | | 0.1946 | | | 2.58 | | 0.010 | |
| Asset | | 0.0062\*\*\* | | 0.0008 | | | 7.30 | | 0.000 | |
| Lev | | -0.054\*\*\* | | 0.0208 | | | -2.61 | | 0.009 | |
| Growth | | 0.0781\*\*\* | | 0.0102 | | | 7.67 | | 0.000 | |
| Top10 | | 0.0958\*\*\* | | 0.0207 | | | 4.62 | | 0.000 | |
| \_cons | | 4.1131\*\* | | 1.5850 | | | 2.59 | | 0.010 | |

从表4-8中可以得知，用净资产收益率ROE衡量企业绩效时，模型2的R2为0.1305，调整后的R2为0.1257，说明调整后的模型2也能够解释各变量之间的相关关系，但是对于原模型2来说，拟合优度有所降低。从解释变量的角度看，激励强度Str与企业绩效ROE的相关系数依然显著为正，同样值得注意的是，用净资产收益率ROE衡量企业绩效时，解释变量限制性股票激励强度Str与企业绩效ROE的回归系数有所提高，解释原因与假设1的原因相同，即公司管理层可能会为了通过证监会的考核对ROE进行一定程度的修饰。总之，根据以上结果，假设2也通过了稳健型检验。

综上，从表4-7和表4-8可以看出，对于假设1和假设2的稳健性检验结果与原回归结果基本一致，假设1和假设2解释变量与被解释变量显著正相关的关系不变，且在各变量相关系数的方向上也保持不变。总体来说，假设1与假设2的回归结果与原结果基本保持一致，表明本文的研究结果具有较高的可信度。

## 4.5 实证过程的回顾与分析

在研究设计阶段，本文根据委托代理理论和相关学者的研究成果提出了假设1，限制性股票激励有利于企业绩效的提升；根据激励理论提出了假设2，限制性股票激励强度越强，企业绩效表现越好。接着本文以主板制造业上市公司为研究对象，根据筛选标准最终确认了168家样本公司，并且一共获取了911组对应公司2016-2021年的相关数据。之后根据假设1和假设2选取了解释变量是否实施限制性股票激励Inc、激励强度Str和被解释变量总资产收益率ROA，结合相关学者的研究选取企业规模Asset、资本结构Lev、成长性Growth和股权集中度Top10作为控制变量，并建立本文的研究模型，至此，研究设计基本完成。

进入到回归分析阶段，本文分别对两个模型进行了回归分析。从模型的拟合优度来看，模型1的R2为0.2430，模型2的R2为0.2338。总体来看，模型1与模型2都能够解释说明各变量之间的相关关系。但是可以看出两个模型的拟合优度都不是最佳状态，究其原因，本文认为企业的发展是一个极其复杂的过程，大到经济形势、政策环境，小到一份财务数据、员工的一句话，都可能对企业的发展产生巨大的影响。同样的，企业绩效也受到多种因素的影响。所以本文认为简单的多元线性回归模型只能大体上描绘出解释变量与被解释变量之间的关系，并不能精准的刻画各个阶段解释变量的变化究竟会给被解释变量带来怎样的影响，这也是本文的局限性之处。但是回到回归结果本身，模型1与模型2的回归结果的确验证了本文两个假设的正确性，即限制性股票激励能够促进企业绩效的提升，激励强度越强，企业绩效表现越好。并且各控制变量与被解释变量之间的关系也符合普遍认知，比如规模较大且成长性较好的公司一般会有较好的绩效表现，因为这些公司掌握着较多的资源并且有较高的市场认可度；而负债率过高，风险就越大，加剧了企业发展的不稳定性。总体来看，研究结果符合预期。

最后，为了增强研究结果的可信度，本文用ROE替换ROA，对两个模型进行稳健性检验。从总体上来看，用ROE替代ROA后，模型1与模型2的拟合优度都有所降低。但是两个模型中的解释变量与被解释变量之间的相关关系并没有改变，仍然是显著正相关。值得注意的是，用ROE衡量企业绩效时，两个模型中解释变量的回归系数均有所提高，即相比于总资产收益率ROA，实施限制性股票激励、激励强度越强，更有助于总资产收益率ROE的提升。究其原因，本文认为ROE作为证监会对公司IPO、增发等行为的重要考核指标，公司管理层可能会对其进行一定程度的调整以达到修饰的目的，所以才会出现上述差异。综上，假设1与假设2都通过了稳健型检验。

回顾本文实证部分的研究过程，虽然有一些不足，但是的确是在作者本人现有学术水平的基础上不可避免的问题，然而这些问题的存在，也是作者往后可以改进和提升的地方。总体上来看，本文的研究结果符合假设的预期，全部的实证过程也具有一定的严谨性。至此，实证过程的回顾与分析基本完成。

# 5 总结与展望

根据本文的研究结果，限制性股票激励、激励强度与公司业绩之间具有显著的正相关性，即限制性股票激励能够提升公司业绩，并且随着激励强度的增强而增强。本文认为，由于限制性股票激励能在一定程度上减少委托代理费用，激发员工的工作热情，而且激励强度越大，积极对象所得到的回报也就越大，对公司的股价变化也就越敏感，从而促使他们将更多的精力投入到公司的运营中，最终推动了公司的发展。

从委托代理理论、激励理论等角度分析，限制性股票的有效性不应该随着时间的推移而降低。但是，在实际操作中，很多因素是不能被有效量化的。例如，在不同的行业中，限制性股票的行权条件是完全不同的。在激励理论的基础上，激励程度的提高则意味着绩效的提高。然而，由于信息不对称问题的客观存在，如果激励计划解锁条件过于严格，则可能加剧管理层过度投资等非理性行为。其次，激励只是公司治理的一部分，公司的长期发展依赖于自身的稳步经营、有效的内控和着眼长远的企业战略等，但是外部环境的变化如经济环境、政策变化和行业周期性等都是影响公司经营的不可控制因素。由于作者当前学术水平的限制，许多因素无法综合考虑，这也是本文的研究所存在的局限性。

尽管本文存在一定的局限性，但是这也说明作者还有很多可以提升的空间。在此基础上，作者期望以后可以综合考虑企业类型、管理层性质等因素对企业经营业绩的影响，并将更多的变量纳入到建模分析过程中。另外，在现代企业发展过程中，股权激励制度被普遍认为是一种长期的激励机制，因而在今后的研究中必须对激励机制进行全面的优化。而在公司治理结构日益健全的今天，本文提出了构建长期、长效的股权激励机制有利于公司这一观点。所以，如何合理、高效地使用限制性股票，并且建立健全的激励计划监督与考核机制，已成为当前亟待解决的问题。本文认为，企业应充分认识到，实行股权激励是一项长期而又行之有效的战略决策，但不可盲目地实行，必须充分结合公司的内部治理水平，充分考虑公司的内部治理结构是否能够与未来的激励方案相匹配的问题，并做好充分的准备来迎接未来的机遇和挑战。

# 6致谢

光阴似箭，不知不觉中大学生活已接近尾声。回想起当年刚来到大学校园的自己，对大学生活充满期待与渴望，每天都憧憬着接下来的日子会迎来怎样的精彩。当然，经历了这四年，的确体会到了当初想要体会的感觉。但在论文即将收笔之时，心中充满了无限的留恋与不舍。  
 首先要感谢我的毕业论文导师。无论是论文的选题，研究思路还是研究方法，我的导师都给予了我极大的帮助。在我迷茫不知所措时给予我鼓励，在我的进度落后时帮助我寻得方向。在此毕业之际，谨向我的导师致以崇高的敬意和衷心的感谢。  
 其次我要感谢我的四位室友。因为你们我体会到了大学生活的欢乐。最和谐温暖的宿舍也莫过于此了吧。感谢你们对我学习和生活上的帮助，在此衷心祝愿你们学业有成，事业有成，愿我们的友谊长存。  
 最后，最真挚的感谢献给我亲爱的父母，感谢你们一直以来对于我在求学路上无条件的支持，没有你们的昨天，就没有我的今天，你们永远是我最爱的人。

参考文献

[1] 蔡蕙. 高管股权激励、机构投资者持股与企业业绩[J]. 财会通讯, 2020(03): 59-62.

[2] 陈文强, 王成方. 股权激励方式与企业生命周期的适应性匹配研究[J]. 会计研究, 2021(06): 76-90.

[3] 陈文哲, 石宁, 梁琪, 郝项超. 股权激励模式选择之谜——基于股东与激励对象之间的博弈分析[J]. 南开管理评论, 2022, 25(01): 189-203.

[4] 陈效东, 周嘉南, 黄登仕. 高管人员股权激励与公司非效率投资: 抑制或者加剧[J]. 会计研究, 2016(07): 42-49+96.

[5] 陈勇, 廖冠民, 王霆. 我国上市公司股权激励效应的实证分析[J]. 管理世界, 2005(02): 158-159.

[6] 顾斌, 周立烨. 我国上市公司股权激励实施效果的研究[J]. 会计研究, 2007(02): 79-84+92.

[7] 郭蕾, 肖淑芳, 李雪婧, 李维维. 非高管员工股权激励与创新产出——基于中国上市高科技企业的经验证据[J]. 会计研究, 2019(07): 59-67.

[8] 胡景涛, 宿涵宁, 王秀玲. 员工股权激励对企业经营业绩会产生补充的提升效应吗[J]. 会计研究, 2020(04): 119-129.

[9] 黄桂田, 张悦. 企业改革30年: 管理层激励效应——基于上市公司的样本分析[J]. 金融研究, 2008(12): 101-112.

[10] 黄杉, 宋玉臣, 李连伟. 股权激励的盈余管理效应及对公司绩效的影响[J]. 数量经济研究, 2017, 8(02): 77-99.

[11] 金运英. 管理层持股和公司绩效关系的实证研究[D]. 浙江大学, 2021.

[12] 李小娟. 股权激励强度对上市公司绩效影响的实证研究[J]. 湖南师范大学社会科学学报, 2017, 46(05): 126-132.

[13] 林大庞, 苏冬蔚. 股权激励与公司业绩——基于盈余管理视角的新研究[J]. 金融研究, 2011(09): 162-177.

[14] 孟庆斌, 李昕宇, 张鹏. 员工持股计划能够促进企业创新吗——基于企业员工视角的经验证据[J]. 管理世界, 2019, 35(11): 209-228.

[15] 宋海强. 限制性股票激励与企业价值的实证研究[D]. 上海财经大学, 2020.

[16] 唐雨虹, 周蓉, 杨啸宇, 杨玉坤. 中国上市公司股权激励实施效果研究[J]. 财经理论与实践, 2017, 38(04): 57-61.

[17] 万华林. 股权激励与公司财务研究述评[J]. 会计研究, 2018(05): 52-58.

[18] 肖淑芳, 石琦, 王婷, 易肃. 上市公司股权激励方式选择偏好——基于激励对象视角的研究[J]. 会计研究, 2016(06): 55-62+95.

[19] 谢德仁, 陈运森. 业绩型股权激励、行权业绩条件与股东财富增长[J]. 金融研究, 2010(12): 99-114.

[20] 张庆, 朱迪星. 投资者情绪、管理层持股与企业实际投资——来自中国上市公司的经验证据[J]. 南开管理评论, 2014, 17(04): 120-127+139.

[21] 周建波, 孙菊生. 经营者股权激励的治理效应研究——来自中国上市公司的经验证据[J]. 经济研究, 2003(05): 74-82+93.

[22] 周仁俊, 杨战兵, 李礼. 管理层激励与企业经营业绩的相关性——国有与非国有控股上市公司的比较[J]. 会计研究, 2010(12): 69-75.

[23] 周双双. 股权激励与公司业绩[D]. 中国财政科学研究院, 2021.

[24] Brian J. Hall, Kevin J. Murphy, 2002, Stock Options for Undiversified Executives[J]. Journal of Accounting and Economics, 33: 3-42.

[25] Chen CR, Guo W, Mande V. Managerial Ownership and Firm Valuation: Evidence from Japanese Firms[J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2003, 11(3): 267-283.

[26] effrey, L, Coles, et al. Structural Models and Endogeneity in Corporate Finance: The Link between Managerial Ownership and Corporate Performance[J]. Journal of Financial Economics, 2012, 103(1): 149-168.

[27] Helena Pinto, Martin Widdicks, 2014, Do Compensation Plans with Performance Targets Provide Better Incentives[J]. Journal of Corporate Finance, 662-694.

[28] Jana Oehmichen, Laura Jacobey, Michael Wolff, 2019, Have We Made Ourselves (too) Clear——Performance Effects of the Incentive Explicitness in CEO Compensation. Long Range Planning, in press.

[29] Kim E. H, Lu, Y. CEO Ownership,External Governance, and Risk-Taking[J]. Journal of Financial Economics, 2011(102): 272-292.

[30] LI W, WANF Y, WU L, et al. The Ethical Dimension of Management Ownership in China[J]. Journal of Business Ethics, 2017, 141: 1-12.

[31] Lin Jiang, Gerhard Kling, Hong Bo, Ciaran Driver, 2017, Why do Firms Adopt Stock Options and Who Benefits A natural experiment in China[J]. Pacfic-Basin Finance Journal, (46): 124-140.

[32] Merle Erickson, Michelle Hanlon, Edward L. Maydew, 2006, Is there a Link between Executive Equity Incentives and Accounting Fraud [J]. Journal of Accounting Research, 44(1): 113-143.

[33] Michael Firth, Peter M. Y. Fung, Oliver M. Rui, 2007, How Ownership and Corporate Governance influence Chief Executive pay in China's listed firms[J]. Journal of Business Research, (60): 776-785.

[34] Nobuhisa Hasegawa, Hyonok Kim, Yukihiro Yasuda, 2017, The Adoption of Stock Option Plans and their Effects on Firm Performance during Japan's Period of Corporate Governance Reform[J]. Journal of the Japanese and International Economies, (44): 13-25.

[35] Raluca Georgiana Nastasescu, 2009, Managerial Stock Compensation and Risky Investment[J]. Theoretical and Applied Economics, 06(535): 13.

[36] Souder D, Shaver J M. Constraints and Incentives for Making Long Horizon Corporate Investments[J]. Strategic Management Journal, 2010, 31(12): 1316-1336.

[37] Yan Wendy Wu, 2011, Optimal Executive Compensation: Stock options or Restricted Stocks[J]. International Review of Economics and Finance, (20): 633-644.

[38] Yi-Hui Tai, 2018, Is Adoption of Restricted Stock Grants Related with Firm Performance[J]. Asia Pacific Management Review, (23): 137-147.

[39] Yujun Lian, Zhi Su, Yuedong Gu, 2011, Evaluating the Effects of Equity Incentives using PSM: Evidence from China[J]. Frontiers of Business Research in China, 5(2): 266-290.



**本科毕业设计（论文）任务书**

题 目 限制性股票激励与企业绩效的实证研究

——基于主板制造业上市公司

（任务起止日期：2021年11月2日～2022年6月5日）

院 系 管理学院

专业班级 财务1802

姓 名 刘然然

学 号 U201815856

指导教师 刘高峡

教研室（系、所）负责人 2021年 11月 2日审查

院（系）负责人 2022年 2月 21日批准

|  |
| --- |
| 课题内容：  1.选题背景与意义  2.股权激励的相关概念与理论基础  3.限制性股票与企业绩效的实证研究 |
| 课题任务要求：  1.查阅相关文献，了解国内外研究现状，完成文献综述。  2.完成外文文献翻译，不少于5000汉字。  3.建立模型，收集数据，完成实证分析，完成论文，不少于15000字。  4.达到本科毕业论文的要求。 |
| 主要参考文献（由指导教师选定）：  [1] 陈效东, 周嘉南, 黄登仕. 高管人员股权激励与公司非效率投资: 抑制或者加剧[J]. 会计研究, 2016(07): 42-49+96.  [2] 蔡蕙. 高管股权激励、机构投资者持股与企业业绩[J]. 财会通讯, 2020(03): 59-62.  [3] 孟庆斌, 李昕宇, 张鹏. 员工持股计划能够促进企业创新吗——基于企业员工视角的经验证据[J]. 管理世界, 2019, 35(11): 209-228.  [4] 肖淑芳, 石琦, 王婷, 易肃. 上市公司股权激励方式选择偏好——基于激励对象视角的研究[J]. 会计研究, 2016(06): 55-62+95. |
| 同组设计者：无 |
| 指导教师签名：  2021年 10月 28日 |