重庆师范大学硕士学位论文

高管激励、股权集中度对上市公司绩效影响的实证研究

硕士研究Th：郭 洋

指导教师： 杨 波 副教授 学科专业： 数量经济学

所在学院： 经济与管理学院

重庆师范大学

二○一六年五月

Master Degree Paper of Chongqing Normal University

# Empirical Study of the Effect of Executive Incentive and Ownership centralization on The Listed Companies’Performance

Postgraduate: Guo Yang

Instructor: Yang Bo Associate Professor Major: Quantitative Economics College: Economics & Management

Chongqing Normal University

May 2016

# 高管激励、股权集中度对上市公司绩效影响

的实证研究

摘要

自上个世纪九十年代，我国上市公司开始发展，它逐渐成为我国资本市场的重要组成部分。一方面它从公众手中筹集资金，获得资本扩展的机会，另一方面，它也拓宽了人们的投资渠道，使我国经济更有活力。上市公司的绩效自然也变成了公司持有者、管理者以及广大持股股民最为关心的问题。公司的持有者和管理者如何提高公司绩效以获得最大的效益，高管激励、股权集中度与公司绩效有无关系，这些都值得思考。

本文在总结以往相关理论研究和经验研究的基础上，建立了多元线性回归模型，采用了实证研究的方法，对沪深A股826家上市公司的公司绩效与高管薪酬，管理层持股比例，股权集中度的关系进行了研究，并单独对48家实施股权激励的上市公司进行研究。结果发现：公司绩效与高管薪酬、股权激励呈现正向显著相关，公司绩效与股权集中度呈现部分正向显著相关，公司绩效与管理层持股比例无显著关系。

根据本文的实证研究，可以得出如下结论：高管薪酬对公司绩效起到促进作用，建立高管薪酬与其业绩挂钩的机制，合理确定高管固定工资与奖金的比例，适当提高高管的年薪，能提高公司高管经营的积极性，有利于公司绩效的提高。股权激励有助于公司绩效的提高，当公司股东给予公司管理者一定股权激励时，将使其管理层个人利益与公司利益“捆绑”，这有效地减少了二者之间的“委托代理”问题。确定一个合理的股权集中度，让股东对经理形成有效监督的优势，可以使经理层更加努力地工作，从而提高公司绩效。

关键词：高管激励； 股权集中度； 公司绩效； 上市公司

**Empirical Study of the Effect of Executive Incentive and Ownership Centralization on The Listed Companies' Performance**

**ABSTACT**

The listed companies have developed well since the 1990s. They become the important parts of the capital market in our country gradually. On the one hand, they raise money from the public in order to expand their capital, on the other hand, they widen the investment channels for people and make the market energetic. The company performance has become the common concerned issues of the owners, the managers and the share holders. How the owners and the managers of the listed companies can improve the company performance in order to get the maximum benefitsWhetheraretheexecutiveincentiveandtheownershipcentralizationusefultothelistedcompanyperformanceAll the questions are worth ofserious consideration.

On the basis of the previous relevant theoretical and empirical research, we build a multiple linear regression model and adopt empirical research in order to find the relationship between the company performance and the executive compensation, managerial stockholding level and the ownership centralization of the 826's listed companies in the A's stock markets of Shanghai and Shenzhen and we study the 48's companies which implement the equity incentive in the A's stock markets of Shanghai and Shenzhen. As a result, we find it has a positive correlation between the company performance and the executive compensation and the equity incentive. The relationship between the company performance and the ownership centralization is relevant in some extent. But it doesn't have a positive correlation between the company performance and the level of managerial share ownership.

Empirical analysis shows that the executive compensation incentive has a positive impact on the company performance. Setting up the mechanism of compensation and performance and determining the proportion of executive fixed salary and bonus rationally help improve the executive's positivity and the company performance. The equity incentive improves the company performance. The equity incentive can get the interests together between the shareholders and the managers and reduce the principal-agent problem effectively. Establishing the ownership centralization appropriately and helping the owners form the advantages of effective supervision can

Make the managers work hard and improve the company performance.

II

**Keywords:** Executive incentive; Ownership centralization; Company performance; The listed companies

III

目 录

[Empirical Study of the Effect of Executive Incentive and Ownership centralization on The Listed Companies’Performance](#_Toc686896321) 2

[高管激励、股权集中度对上市公司绩效影响](#_Toc686896322) 2

[摘要](#_Toc686896323) 2

**[1](#_Toc686896324)** [导论](#_Toc686896324) 6

[1.1 研究背景](#_Toc686896325) 6

[1.2 研究目的和意义](#_Toc686896326) 6

[1.3 研究思路与方法](#_Toc686896327) 6

[1.3.1 研究思路](#_Toc686896328) 6

[1.3.2 研究方法](#_Toc686896329) 7

[1.4 内容框架](#_Toc686896330) 7

[1.5 本文创新点](#_Toc686896331) 8

**[2](#_Toc686896332)** [相关文献综述](#_Toc686896332) 9

[2.1 高管薪酬与公司绩效的关系](#_Toc686896333) 9

[2.2 管理层持股比例、股权激励与公司绩效的关系](#_Toc686896334) 9

[得出一个符合我国当前实际的结论。](#_Toc686896335) 9

[2.3 股权集中度与公司绩效的关系](#_Toc686896336) 9

**[3](#_Toc686896337)** [研究假设与研究设计](#_Toc686896337) 10

[3.1 相关概念](#_Toc686896338) 10

[3.1.1 公司绩效](#_Toc686896339) 10

[3.1.2 高管激励](#_Toc686896340) 10

[3.1.3 股权集中度](#_Toc686896341) 11

[3.2 研究假设](#_Toc686896342) 11

[3.2.1 高管激励对公司绩效影响的假设](#_Toc686896343) 11

[3.2.2 股权集中度对公司绩效影响的假设](#_Toc686896344) 11

[3.3 样本选择与数据来源](#_Toc686896345) 12

[3.4 变量设计](#_Toc686896346) 12

[3.4.1 被解释变量](#_Toc686896347) 12

[3.4.2 解释变量](#_Toc686896348) 12

[3.4.3 控制变量](#_Toc686896349) 12

**[4](#_Toc686896350)** [实证研究与分析](#_Toc686896350) 14

[4.1 样本描述性统计](#_Toc686896351) 14

[4.1.1 公司绩效与高管薪酬、管理层持股比例、股权集中度的相关性模型描述性统计](#_Toc686896352) 14

[4.1.2 公司绩效与股权激励的相关性模型描述性统计](#_Toc686896353) 17

[4.2 相关性分析](#_Toc686896354) 21

[4.3 多元回归分析](#_Toc686896355) 31

[4.3.1 公司绩效与高管薪酬、管理层持股比例、股权集中度的相关性回归分析:](#_Toc686896356) 32

[4.3.2 公司绩效与股权激励的相关关性回归分析](#_Toc686896357) 53

[4.4 稳健性检验](#_Toc686896358) 56

[5 研究结论与展望](#_Toc686896359) 84

[5.1 研究结论](#_Toc686896360) 84

[5.1.1 公司绩效与高管薪酬、管理层持股比例、股权集中度相关性模型研究结论](#_Toc686896361) 84

[5.1.2 公司绩效与股权激励相关性模型研究结论](#_Toc686896362) 84

[5.1.3 管理层持股比例与股权激励对公司绩效影响显著性差异分析 本文在研究管理层持股比例和股权激励对公司绩效的影响时，得出了两者对](#_Toc686896363) 84

[5.2 对策与建议](#_Toc686896364) 84

[5.2.1 关于高管薪酬激励的对策建议](#_Toc686896365) 84

[5.2.2 关于管理层持股比例和股权激励的对策建议](#_Toc686896366) 85

[5.2.3 关于股权集中度的对策建议](#_Toc686896367) 85

[5.3 不足与展望](#_Toc686896368) 85

[参考文献](#_Toc686896369) 85

[附 录：作者攻读硕士学位期间发表论文及科研情况](#_Toc686896370) 88

V

# **1** 导论

## 1.1 研究背景

1990年12月，上海证券交易所正式开始交易，同年12月，深圳证券交易所也开始营业。从此我国有了证券集中交易的场所与设施，相应的法律、法规也同时出台。我国上市公司开始逐渐出现在人们的视野，走进了人们的生活。截至

2015年3月，我国期末境内上市公司（A、B股）共有2683家，期末境外上市公司共有208家。期末股票总发行股本(A、B、H股) 44680.19亿股。上市公司不仅使我国社会主义市场经济锦上添花，也拓宽了人们的投资渠道，为人们带来了丰厚收益的可能。因此，上市公司的绩效也变成了公司所有者、管理者以及广大持股股民最为关心的问题。上市公司的公司绩效与公司的经营方式、股权结构、激励方式有着怎样的关系，尤其是在现代公司所有权和经营权相分离的情况下，作为委托方的公司所有者采用什么样的激励方法能让作为代理方的公司经营者去努力提高公司绩效，这些都是股东们最为关心的问题。在实际操作中，我国上市公司采取的激励办法主要是薪酬激励和股权激励。

薪酬激励是我国上市公司股东对管理层采取的最基本的激励方法，对于促进公司管理层努力工作，以便提高公司绩效有重大意义。一方面，目前我国上市公司股东拥有的所有权和管理层拥有的经营权趋于逐渐分离，股东与公司管理层形成“委托代理”关系。此时他们之间形成的这种“契约”是不是有效的，管理层会不会为了自己的利益，而损害公司股东的利益，公司股东如何对管理层形成有效的薪酬激励机制，是现代企业必须考虑的问题。公司采用何种薪酬激励方法，不仅影响着公司的代理成本与管理层的工作积极性，同时也还体现着公司的管理水平。另一方面，管理层的薪酬多少算作合理，需不需要对收入较高的管理层进行薪酬限制这也值得思考。中国平安曾被爆料有数名高管税前收入超过4000万人民币，其董事长马明哲更是日均收入近20万元，如此高的收入让人为之惊愕。在2008年，大券商国泰安也出现了百万薪酬的事件。高管薪酬的合理性已然成为大家关心的问题。2015年开始，《中央管理企业负责人薪酬制度改革方案》开始实施，首批改革涉及近百家央企，其中包括中国石油、中国移动等多家央企，以及其他涉及金融、铁路等的企业。中国政府“限薪令”的实施，能否消除国有企业与民营企业因为制度问题带来的收入分配的不公，能否解决国有企业因为垄断而获得体制性收入这一问题，“限薪令”在我国实施后会不会影响公司绩效的提高，这都值得研究。

2005年4月，为解决我国证券市场国有股“一股独大”以及上市公司股票不能自由流通的问题，证监会开始了股权分置改革。经过两批试点后，我国股权

1

分置改革具备了稳妥推进的条件。2005年8[月，证监会](http://baike.baidu.com/view/554401.htm)、[国资委](http://baike.baidu.com/view/155313.htm)等部门共同发布了《关于上市公司股权分置改革的指导意见》，其中规定，上市公司完成股权分置改革后即可对公司管理层实施股权激励。为进一步规范上市公司股权激励制度，让上市公司能够建立有效的中长期激励机制，国资委在次年9月又颁布了《国有控股上市公司（境内）实施股权激励试行办法》。该《办法》颁布后，我国上市公司股权激励就有了具体的政策基础与激励办法。随着我国上市公司股权分置改革的基本完成，以及股权激励在我国上市公司实施范围的加大，股权激励会对公司绩效产生哪些影响已成为广大股东最关心的问题。梳理以往的研究发现，以往学者大多认为股权激励对公司绩效有影响，但对股权激励对公司绩效有何种影响却又有诸多不同意见。有学者认为股权激励与公司绩效具有单调的线性相关关系，也有学者认为两者不是单调线性相关的。此外，也有学者研究发现股权激励与公司绩效之间缺乏显著的相关性。因此，对上市公司股权激励与公司绩效关系的进行进一步研究，为我国上市公司建立激励机制与规范公司治理提供一定的参考，仍具有重大现实意义。

与国外相比，我国上市公司发展历史比较独特，我国早期的上市公司，大部分是由国有企业经过改制形成，而由于我国股市IPO（首次公开募股）制度的历史原因，我国上市公司国有股往往“一股独大”。随着改革开放以及社会主义市场经济建设的有序推进，已经取得发展的上市公司在股权结构上出现了国有股独大以及股权高度集中等问题，这些问题已不能适应当前的经济环境。公司股权结构与公司绩效有何种内在联系，股权集中度会不会对公司绩效产生影响，如何正确认识上市公司前几大股东的价值和地位，一直是学者研究的一个热点问题。因此，现实情况是找出上市公司的股权集中度与公司绩效之间的关系，发现两者的内在关联，对优化我国上市公司股权结构，改进上市公司治理方法，提高公司绩效等方面均具有重大参考意义。

## 1.2 研究目的和意义

本文试图在以往学者理论研究与经验研究的基础上，以2009-2013年这5年的沪深上市公司（A股）826家上市公司共4130个数据为研究样本，对高管薪酬、管理层持股比例、股权集中度与公司绩效的关系进行实证检验，并单独对2012-2014年实施股权激励的48家上市公司进行股权激励对公司绩效影响的实证检验，以期能够真实地反映我国上市公司绩效与高管激励（包括高管薪酬、管理层持股比例与股权激励）、股权集中度之间的关系的现状，为上市公司建立合理的激励机制，优化股权机构，从而提高公司绩效提供参考。

2

## 1.3 研究思路与方法

### 1.3.1 研究思路

本文首先参考国内外大量文献，通过文献研究方法，在国内外学者对高管薪酬、管理层持股比例、股权激励、股权集中度与公司绩效关系研究的基础上，进行归纳、概括、总结，找出以往学者研究的不同点与相同点，形成本研究的切入点。然后结合我国上市公司的实际情况，提出相关理论假设，建立模型，实证检验，最后对实证结果进行分析并提出对策建议。

### 1.3.2 研究方法

① 文献研究法。

在撰写本文之前，查阅以往学者发表过的文章或出版的书籍获取资料，以便能够全面正确地熟悉所要研究的问题。通过综述相关文献以了解目前国内外关于高管激励（包括高管薪酬、管理层持股比例与股权激励）、股权集中度与公司绩效相关性的研究，确定本研究的切入点；另一方面通过阅读相关文献，发现以往研究中存在的局限性，从而引出本研究的创新点。

② 实证研究法。

本文运用多元线性回归方法对被解释变量和解释变量进行实证检验。本文主要研究高管激励（包括高管薪酬、管理层持股比例与股权激励）、股权集中度对公司绩效的影响，由于公司绩效不仅仅受到这些因素的影响，还受到公司规模、资产负债率等因素的影响。因而，不仅解释变量不止一个且还加入了多个控制变量，以求建立更加合理的模型，故采用多元线性回归方法进行实证分析。

## 1.4 内容框架

本文共分为5个章节，各章节主要内容如下，研究框架如表1-1:

第一章：导论。本章节陈述论文研究背景，阐述本研究的目的与意义，提出论文的研究思路、研究方法、内容框架和本文的创新之处。

第二章：相关文献综述。回顾国内外关于高管激励（包括高管薪酬、管理层持股比例与股权激励）、股权集中度与公司绩效之间关系的研究，分析以往研究的状况，借鉴其研究经验。最后，指明本文研究方向。

第三章：研究假设与研究设计。本文首先对个别难懂概念进行解释，然后根据国内外学者的研究成果提出假设，并说明数据来源和样本选取的标准，确定被解释变量、解释变量和控制变量。

第四章：实证研究与分析。本文的实证分为两个部分，首先研究公司绩效与

3

高管薪酬、管理层持股比例、股权集中度的相关关系。其次，单独研究公司绩效与股权激励的相关关系。本章节首先进行描述性统计，然后进行相关性分析，最后建立模型，并对多元线性回归模型进行实证分析。

第五章：研究结论与展望。这一章节主要是对本研究的基本结论进行总结，并提出相应的政策建议，最后指出本文的局限性和未来的研究方向。

表1 -1：研究框架图



第一章 导论

研究背景、思路和方

法、研究目的与研究意义

第二章 相关文

献综述

回顾国内外研究研

究现状， 借鉴其研究经验，指明研究方向

第三章 研究假设与研究设计

第四章 实证研究与分析

对个别概念进行解

释，提出假设，说明数据选取标准，确定被解释变量、解释变量和控制变量

对数据进行多元回

归分析，验证相关假设， 完成实证分析

第五章 研究结论与展望

对本文进行研究总

结，指出研究不足，探讨未来研究方向

章节安排

拟解决问题

## 1.5 本文创新点

为了能更加客观的反映国内公司绩效，在兼顾以往研究经验的基础上，本文除了采用托宾Q值代表公司绩效外，又增加了两个指标共同代表公司绩效，他们分别是总资产收益率、主营业务利润率。本文对代表公司绩效的各指标选取进行了说明并且对这些指标进行了简略评价。

4

另外，以往学者将股权激励等同于管理层持股比例来研究，本文将二者进行了正确的区分，将二者作为两个独立的解释变量放入不同模型分别研究，并区分出二者对公司绩效影响的实证差异与理论差异。

5

# **2** 相关文献综述

## 2.1 高管薪酬与公司绩效的关系

薪酬是指组织根据员工提供的劳动的多少而给予其相应的各种形式的酬劳。薪酬在各个角度的定义不同。广义地讲，薪酬包括个人所得到的一切货币或非货币的收益。狭义地讲，薪酬是指个人的人力资本在市场上的价格。从上世纪80年代开始，学者们就开始对高管人员的薪酬激励问题进行了研究。根据Schmidt[1]的研究，高管薪酬包括以下内容：基本工资、长期激励、和津贴福利等。

国外学者从不同的角度与机制对高管薪酬与公司绩效的关系进行了研究，得到了不同甚至相反的结论，具体如下：

Havell and Holmstrom(1979)[2]依据“委托代理”理论，研究公司管理层薪酬与公司绩效的关系并得出结论，从而为公司确定管理人员合理的薪酬以使企业绩效达到最大化提供参考。Elbeing(1962)[3]对1953-1959年期间的45个公司进行研究，得出公司的销售额和公司管理层的现金报酬之间的关系，发现二者呈现正向显著相关。Ciscell（1980）[4]以230个工业企业为研究对象，对企业的销售额和管理层现金报酬之间的关系进行研究，发现二者之间是正相显著的。Mandelker[5]（1990）以250个公司为研究样本，研究每股收益率与高管现金报酬之间的相关关系，发现公司的每股收益率与高管现金报酬之间存在显著的相关性，但与会计检验呈现着弱相关。Mejia L R．[6]在2005年对我国沪深上市公司管理层的薪酬与公司业绩的敏感度进行实证研究，发现我国上市公司管理层的薪酬与公司绩效呈显著的正相关关系。Giorgio和Arman[7]以美国部分上市公司为研究对象，研究发现高管薪酬与公司的业绩呈显著的正相关关系。Baker[8]在

1988年对上市公司管理层薪酬与公司利润的关系进行研究，但其将政治力量因素考虑其中，他认为政治力量会对管理层的薪酬产生很大影响，能在一定程度上削弱高管薪酬与公司绩效的关系。研究发现高管薪酬和公司利润两者之间的关系会随着政治力量的增大而减弱。Aggarwal(1999)[9]研究发现公司管理层的报酬与公司业绩没有关系，公司管理层的多数人员取得的薪酬大多靠的都是例如运气等偶然因素。Henderson(2001)[10]进行实证研究发现公司管理层的薪酬和公司绩效具有很弱的相关性。他在文中同时提出管理权力理论，他认为不是公司业绩决定管理层的报酬，而是管理者本身所拥有的管理权力决定管理层的薪酬，也就是说管理层的薪酬与公司绩效不相关，管理层靠自己手中的权利取得薪酬。Brick(2006) [11]研究发现公司高管薪酬与公司业绩有负相关关系。他研究发现公司业绩降低的时候，其管理层薪酬反而提高，说明公司绩效与高管薪酬是负相关的。

6

梳理以上国外学者的研究发现，国外学者主要从“委托代理”理论，激励机制、管理权利理论等角度分别论证了高管薪酬与公司业绩的关系，这些以往的研究理论与经验为本文的研究提供了一定的理论基础与研究经验，具有很大的参考价值。

相比较于国外学者关于高管薪酬对公司绩效影响的研究，我国对二者之间关系的研究相对较晚。随着我国改革开放步伐的加快以及资本市场的发展，对我国上市公司高管薪酬激励问题的研究也变得非常必要。

陈志广[24]（2002）对我国部分上市公司进行研究，发现上市公司高管薪酬对公司绩效有正向显著影响。林晓婉（2002）[25]对我国数百家公司的高管薪酬与公司绩效进行统计分析，研究发现高管薪酬将公司管理层的个人利益与公司业绩“捆绑”在一起，这有利于公司绩效的提高，但我国的上市公司薪酬结构不合理与在职消费的问题要比国外的公司严重，这在一定程度上削弱了薪酬激励对公司绩效的影响，因此高管薪酬对于公司绩效的影响并不显著。魏刚[26]（2000）对我国部分上市公司高管薪酬与公司绩效的关系进行研究，结果发现我国的高管薪酬对公司绩效的影响不显著，高管薪酬与公司绩效不存在正相关的关系，并且在某些国有上市公司，国有股持股比例较大时，高管薪酬与公司绩效反而存在负的相关的关系。宋莹[27]（2006）用多元线性回归分析法对我国2005年的部分上市公司进行实证分析。结果发现在国有股比例较高的上市公司，高管薪酬对公司绩效有负的影响，也就是说国有股比例越大，公司股东的所有权与管理层的经营权越是不能一致，二者委托契约关系的作用效果越是不明显。

梳理以往国内外学者的研究，可以发现研究高管薪酬激励与公司绩效关系的角度不同，得出的结论也不相同，但以往学者的研究理论与经验给本文提供了参考。在我国社会主义市场经济体制不断完善与资本市场不断发展的今天，研究上市公司薪酬激励对公司绩效的作用仍有深远意义。

## 2.2 管理层持股比例、股权激励与公司绩效的关系

在国外，Jensen和Meckling(1976) [12]经过研究发现，当公司管理层持股数量增多时，他们的利益会同公司股东的利益一致，从而管理层经营公司偏离利益最大化的倾向就会减轻，这将有利于提高公司绩效。Morck(1988) [13]以1980年的部分上市公司为研究样本，实证研究发现公司内部人（董事会成员）持股会对公司绩效会产生影响，公司内部人持股会产生“利益趋同”和“防御”两种效应，这两种效应共同作用于公司绩效，至于最终会对公司绩效产生何种影响，这取决于两种效应作用的大小。Hall和Liebman (1988)[14]实证分析美国部分上市公司

7

1980—1994年的数据，发现如果上市公司股价上涨，高管人员所拥有的股票期权或股票会随之增值，在大的公众持股公司中，高管薪酬与公司绩效是高度相关的。Jensen和Murphy(1990)[15]选取了1934—1938年和1974—1986年的大量公司样本，用报酬—业绩敏感度对管理层报酬与股东收益之间的关联性进行研究，发现股权激励可作为将股东和管理层利益捆绑的一种长期激励机制，这为上市公司完善公司内部治理提供了重要参考。Rupert Merson(2010) [16]认为小公司自身的经营以及内部环境比较复杂，如果公司管理层出售股东授予其的股权，那么这将会带来公司股权结构的变化，而持有公司股票的管理层为了使自身获得最大利益，也会插手公司的财务决策，因此管理层也会影响其他股东的利益与公司绩效。

MConnel和Servaes(1995)[17]用托宾Q值代表公司绩效，对公司绩效与管理层持股比例和管理层持股比例平方的关系进行研究，发现公司绩效与管理层持股比例的平方是显著的负相关关系，他认为只有管理层持股比例在某一区间时，才能使公司绩效产生最大化。Demsetz和Lehn[18]通过实证分析发现，具有最优股权结构的上市公司，公司业绩与管理层持股比例没有关系，股权激励与公司绩效无关。

在国内，柯萍（2010）[28]对我国实施股权激励的部分上市公司进行研究，发现股权激励对上市公司绩效有正向显著影响。柯萍认为只有对公司管理层的股权激励比例在一定的区间时，股权激励才会对公司绩效产生影响，如果上市公司股东想提高公司绩效，那么股东们应在调动公司管理层积极性，实施股权激励方面下功夫，并将股权激励比例保持在有效区间。李玲（2006）[31]通过实证研究发现，国内上市公司管理层薪酬和股权激励对公司绩效的影响会因为行业的不同而产生差异。总的来说，成长机会较高的行业、竞争性较强的行业以及平均利润率较高的行业的公司绩效受到管理层薪酬和股权激励的影响较大。游春（2010）[32]对我国中小板上市公司进行研究，发现对公司董事会与TMT（高层管理团队）成员实施股权激励会对公司绩效产生正向显著影响，且对TMT成员的激励效果要比对董事会成员的激励效果要好，故公司应该更加注重对TMT成员实施激励，以使激励作用更加明显。赵惠芳[30]（2010）对2007—2008年沪深两市上市公司进行研究，并单独对实施股权激励的18家上市公司的投资效率进行统计分析，发现股权激励的实施能够减少上市公司的过度投资，提高上市公司的投资效率，但这种效果并不显著。徐向艺（2007）[29]对我国沪深A股上市公司进行研究，发现股权激励与公司绩效呈现负相关，对管理层的激励采用年薪制的形式要优于采用年薪制和股权性报酬相结合的形式。

通过对国内外的部分文献进行简略梳理，发现以往学者对管理层持股比例、股权激励对公司绩效的影响还没有定论，造成这种差异的原因也可能是因为经济环境、样本的选择和研究的方法不同，本文采用最新的数据进一步研究，期待能

8

## 得出一个符合我国当前实际的结论。

## 2.3 股权集中度与公司绩效的关系

国外最早关于股权集中度对公司绩效影响的研究是Berle和Means（1991）

[19]，他们通过研究发现股权集中度会对公司绩效产生正向影响。Jensen和

Meckling（1976）[20]通过研究发现，许多公司由董事长或首席执行官直接控股，因为管理层利益与股东利益高度一致，当管理层持股比例增加时，公司价值也会随之增加。Grossman和Hart（1980）[21]通过研究发现，股权相对集中的公司股东有利于加强对管理层的监督，能够有效阻止小股东“搭便车”的行为，从而可减少代理成本，有助于提升公司绩效。Shleifer和Vishny（1994）[22]用托宾Q值作为公司绩效指标，研究发现，公司绩效与股权集中度存在二次函数的关系。

Demsetz（1984）[23]通过研究发现股权结构的变化与公司绩效的变化不存在任何关系。

在国内，有学者坚持“有效监督说”和“无关论说”，研究结果也不一。徐莉萍[33]研究发现股权集中度与公司绩效呈现显著地正向关系。刘国亮[34]以1999年沪深两市上市公司为研究样本，实证研究发现，股权集中度与公司经营绩效呈现负相关关系。孙永祥[35]则认为股权集中度与公司绩效有显著地倒U型关系。

综上所述，国内学者关于股权集中度与公司绩效的相关关系的研究还没有统一的结论，大部分学者研究发现股权集中度对公司绩效有正向影响，部分学者则认为两者之间是倒U形状关系，也有部分学者认为无关。

9

# **3** 研究假设与研究设计

## 3.1 相关概念

### 3.1.1 公司绩效

公司绩效：公司绩效是指公司在一定期间获得的经营效益。公司经营效益主[要通过公司的盈利能力](http://wiki.mbalib.com/wiki/%E7%9B%88%E5%88%A9%E8%83%BD%E5%8A%9B)、[资产运营](http://wiki.mbalib.com/wiki/%E8%B5%84%E4%BA%A7%E8%BF%90%E8%90%A5)水平、[偿债能力](http://wiki.mbalib.com/wiki/%E5%81%BF%E5%80%BA%E8%83%BD%E5%8A%9B)和后续[发展能力](http://wiki.mbalib.com/wiki/%E5%8F%91%E5%B1%95%E8%83%BD%E5%8A%9B)等方面表现出来。以往研究者多用托宾Q值、净资产收益率代表公司绩效。本文采用了托宾Q值、总资产收益率、主营业务利润率三个指标共同代表公司绩效。下面对代表公司绩效的指标进行解释。

托宾Q值:托宾Q值为公司的市场价值与公司资产重置成本的比值，当Q<1时，即企业市场价值小于企业重置成本，此时通过收购来实现企业扩张对厂商有利，因此厂商会减少投资需求；当Q> 1时，即企业市场价值高于企业的重置成本，此时通过购买投资品对厂商有利，因此厂商投资支出会增加；当Q=1时，企业投资[和资本成本](http://baike.baidu.com/view/322572.htm)达到动态均衡。在本文托宾Q值采用如下计算方法：托宾Q值= (股票市值+净债务) /有形资产现行价值，其中，股票市值计算如下：1,股票市值=A股年末市场价格×总股数；2，有形资产=资产总额-待摊费用-无形资产及其它资产-递延税款借项。

净资产收益率ROE (Rate of Return on Common Stockholders'Equity)： 净资产收益率又称股东权益报酬率、净值报酬率等，是公司税后利润除以净资产

得到的百分比，该指标反映股东权益的收益水平，用以衡量公司运用自有资本的效率。指标值越高，说明投资带来的收益越高。净资产收益率是杜邦财务体系中的核心指标，传统多采用此数据代表公司绩效，但是一般来说，增加外债进行投资的这类公司，其净资产收益率往往会偏高，使用外债规模较小的公司，其净资产收益率往往偏低，本文认为公司绩效的提高往往是公司总资产直接的贡献，与公司净资产相关性较弱，因为公司净资产为公司总资产与其负债的差额，公司负债的存在会影响净资产收益率的大小，若用净资产收益率代表公司绩效，则公司通过举债行为会直接使公司绩效发生改变，那么此时的“绩效”便不能有效反映公司的盈利能力，故本文不采用净资产收益率ROE来反映公司绩效。

总[资产](http://baike.baidu.com/view/42564.htm)收益率ROA（Return on Total Assets）：总[资产](http://baike.baidu.com/view/42564.htm)收益率是分析公司盈利能力时又一个非常实用的比率。总资产收益率=[净利润](http://baike.baidu.com/view/295204.htm)/平均[资产总额](http://baike.baidu.com/view/1451960.htm)（平均[资产总额](http://baike.baidu.com/view/1451960.htm)=(年初资产总额+年末资产总额) /2)×100%。相比较净资产收益率ROE，总资产收益率ROA是一个更为有效的指标，它的高低直接反映了公司的竞争实力和[发展能力](http://baike.baidu.com/view/1332458.htm)，本文选用总资产收益率ROA取代净资产收益率ROE作为反映公司绩效的指标之一。

10

[主营业务利润](http://baike.baidu.com/view/1517264.htm)率ROM（Rate of Main Business）：[主营业务利润](http://baike.baidu.com/view/1517264.htm)率是指企业在一定时期内主营业务利润同[主营业务收入](http://baike.baidu.com/view/699579.htm)净额的比率。它反映了企业主营业务的[获利能力](http://baike.baidu.com/view/391678.htm)，是评价企业经营效益的指标之一。[主营业务利润](http://baike.baidu.com/view/1517264.htm)率=（主营业务收入-主营业务成本-主营业务税金及附加）/[主营业务收入](http://baike.baidu.com/view/699579.htm)。主营业务利润率是从企业主营业务的盈利能力和获利水平方面对[资本金收益率](http://baike.baidu.com/view/436987.htm)指标的进一步补充，体现了企业主营业务利润对[利润总额](http://baike.baidu.com/view/277792.htm)的贡献，以及对企业全部收益的影响程度。本文采用主营业务利润率ROM作为反映公司绩效的另一指标。

综上，本文先采用托宾Q值，总资产收益率ROA，主营业务利润率ROM作为反映公司绩效的指标，这些指标均有财务指标的客观性和可比性，而且也比较容易获取，实证分析后对本文所采用的指标进行简略评价。

### 3.1.2 高管激励

现代的公司制企业，由于所有者和经营者的分离，出现了“委托代理”问题，公司的拥有者如何激励公司的经营者以使公司获取最大的利益，是公司拥有者最关心的问题，于是他们要一采取系列“激励”措施，以使管理层更加努力工作，在本文中高管激励包含高管薪酬、管理层持股比例和股权激励三个部分。

高管薪酬：高管薪酬是指“董、监、高”的年薪总额，薪酬可分为业绩薪酬和绩效薪酬，由于数据资源的限制，本文中的薪酬指企业高管比较固定的年薪，即业绩薪酬，业绩薪酬是指对过去业绩完成的认可。

管理层持股比例：管理层持股比例是指管理层所拥有的股票数量占总股本的比重。在我国，根据《公司法》，管理层是指公司的总经理、副经理、财务负责人和上市公司董事会秘书等。在本文中，管理层是指董事、监事和高级管理人员即“董、监、高”，本文在计算管理层持股时，不重复计算一人身兼两职的情况。

股权激励：股权激励是指企业为了使管理层努力工作，有条件的给予管理层部分股权，使其与企业形成利益共同体，以此来提高公司效益。股权激励常用模式有限制性股票、股票期权、股票增值权、分红权等。其中，限制性股票和股票期权这两种模式为我国上市公司最常采用。限制性股票指的是公司股东给予管理层一部分股票，但股东会对管理层股票的来源、抛售等做出一些限制，比如要求管理层完成特定的目标，管理层才可抛售股票。股票期权是指公司股东给予管理层的一种期权，它是指管理层具有在未来某一时刻以事先确定的价格购买一定数[量公司股票](http://baike.baidu.com/view/160641.htm)的权利，当然管理层也可以放弃行使这种权利。

以往研究多将股权激励等同于管理层持股比例，本文认为这两者其实并不相同，故本文将两者作为不同的解释变量分别放入不同的模型进行研究。

11

### 3.1.3 股权集中度

股权集中度：股权集中度是指公司[股东](http://baike.baidu.com/view/48047.htm)因持股比例的不同所表现出来的股权集中还是股权分散的数量化指标。股权集中度是衡量公司的股权分布状态的重要指标之一，同时它也用于衡量公司稳定性强弱。一般来说股权集中度越大则公司越是趋于稳定，股权集中度越小则公司越是趋于不稳定。在以往研究中，一般采用第一大股东持股比例、前五大股东持股比例之和、前十大股东持股比例之和三个指标来反映股权集中度。公司股东持股比例=公司股东持股数/企业总股本。本文采用公司第一大股东持股比例，公司前五大股东持股比例之和代表股权集中度，即股权集中度1=公司第一大股东持股比例；股权集中度5=公司前五大股东持股比例之和。

## 3.2 研究假设

### 3.2.1 高管激励对公司绩效影响的假设

高管薪酬对公司绩效影响的作用机制主要有委托代理理论、激励理论以及人力资本理论，具体说明如下：

委托代理理论：美国经济学家伯利和米恩斯在上世纪30年代首次提出了委托代理，它是指行为主体使用明示或暗示的契约方法，雇佣其他行为主体进行特定的工作，同时根据具体需要给予后者一定的决策权利，并根据后者所做工作的数量和质量，支付其相应报酬的行为。在现代公司制度下，公司的实际所有者（即公司股东）成为委托一方，公司的管理层负责公司的具体经营，成为公司所有者的代理人，对公司所有者负责。该理论认为，公司股东只需拥有公司所有权，应将公司经营权交给公司管理层，股东们仅保留剩余索取权即可。在最初，由于社会生产比较简单，公司经营模式相对单一，公司的持有者自己有足够的能力经营公司，或者仅需要雇佣少量人员帮助经营公司即可。但随着生产力的提高，规模化大生产的出现以及公司经营方式复杂化对企业管理者能力要求的日益增加，公司的所有者受到专业、能力、精力等客观情况的制约，很难跟上企业发展的要求。为了公司发展的需要，公司所有者必须与公司管理人员建立一种“契约”关系，即股东将公司的决策经营权交付给公司的管理层，期望通过管理层的努力，使公司获得最大利益。但是，由于所有权和经营权的分离，公司股东与公司经营者信息不对称的问题便由此产生，因此经营者在作为股东代理人经营公司的同时，也会掺杂着自己的利益。因为股东与管理层信息不对称，所以二者经营目标不尽相同，甚至在某种程度上恰好相反，“逆向选择”和“道德风险”问题便随之产生。对于上市公司而言，公司股东和管理层二者之间产生了“委托代理”问题。作为

12

公司的股东，为了降低代理成本，有效解决“委托代理”问题，就必须建立和完善有效的薪酬制度。股东唯一目的是实现公司价值最大化，从而以使自己收益最大化，所以他们必须想法建立完善有效的薪酬制度，将其利益与管理层利益捆绑。作为股东代理人的高管人员为了有更多的薪酬回报，也会努力工作，因此管理人员在为自己获得收入的同时，也提高了公司绩效。

激励理论：20世纪初期，国外学者在进行现代管理实践的基础上，提出了激励理论。[它是指采用特定](http://baike.baidu.com/view/654084.htm)的[管理](http://baike.baidu.com/view/543245.htm)方法、管理系统，尽可能地促使个人产生积极性，激发个人产生行动，以充分发挥个人的才能，做出最好成绩。早期的激励理论主要针对人的需要这一核心问题，主要用来回答什么是激励员工的基础，如何才能调动员工的积极性等问题。随着社会化大生产以及生产方式的转变，劳动分工和交易的普遍出现带来了激励问题。行为科学研究者认为，由于有人的需求才产生了人的动机，然后产生了人的行为目标，激励会激发和影响人的行为。因此，学者们依据激励理论的原理建立了业绩评价理论。关于激励理论，前后有许多观点产生了很大影响，最具有代表观点的是马斯洛的需求层次理论和赫兹伯格的双因素理论。马斯洛将人的需求分成五个层次：生理需求、安全需求、社会需求、尊重需求和自我实现的需求。生理需求、安全需求和社会需求在需求的五个层次中属于低级的和基础性的需求，我们可以对人们施加外部条件，使其满足这三类需要。满足人的低级需求并不能达到激励的目的。而尊重需求与自我实现需求则属于人的精神价值层面范畴，属于较高层次的需求。只有通过内部因素才能满足人的这类需求，这两类需求的满足也必须建立在满足人的低级需求基础之上。相比较低级需求而言，尊重需求和自我实现需求是人的一种长期需求。因此，这两类需求可以作为公司建立一种长期激励机制的依据，用来促使员工更加努力地工作。公司管理层作为企业的经营决策者，他们的工作相对于普通员工而言，较复杂且难度大、专业化要求高，具有挑战性，他们的工作甚至能够决定企业的生死存亡。因此，管理层追求的不仅仅是低级需求，他们更多的是要实现高层次的需求，即个人声誉、威望以及知名度等精神层面的需求。在薪酬方面，管理层获得更高的薪酬不仅仅是因为收入问题，更是他们自我价值实现问题，因此企业采用绩效薪酬激励制度是有效的。赫兹伯格的双因素理论又叫做激励保健理论，该理论认为主要有两种因素会促使人们产生工作动机，即：保健因素和激励因素。保健因素是指造成员工不满意的因素，它包括公司的政策、工作环境、工作难度、员工的福利待遇、以及员工的人际关系等。对工作本身而言，保健因素属于外部客观因素，外部客观因素无法达到激励的作用，但是不满足这种因素会造成员工的强烈不满，从而会产生员工的消极怠工，降低企业的生产效率，从而对提升公司绩效产生负面影响。激励因素是指能够让员工心里感觉满意的因素，它包括员

13

工工作的挑战性与成就感、个人成长与晋升机会等。如果上市公司股东善于利用激励因素，那么便能进一步激发员工工作的积极性，提高生产效率，从而有助于公司绩效的提高，但是如果公司不满足这些因素，员工也不会因此产生抵触情绪。上市公司管理层薪酬主要包括两部分：基本薪酬和绩效薪酬。基本薪酬也就是公司管理层获得的基本工资，是其收入的主要部分，往往具有固定性。如果公司不能满足管理层的基本薪酬，那么会导致管理层的强烈抵触，造成管理层与股东之间的对立，经过劳动双方的协商、罢工以及工会和劳动管理部门的介入，基本薪酬问题也会最终得到解决。但是，仅仅赋予管理层基本薪酬不能有效激励管理层辛勤工作，因为基本薪酬属于在管理层的心理预期之内。故基本薪酬属于保健因素。绩效薪酬属于管理层的额外收入，它与公司绩效直接挂钩，“多劳多得”直接体现在管理层的绩效薪酬上。满足这部分需求能更好的激励管理层努力工作，从而提高劳动生产率水平，但是不满足这部分需求也不会让管理层产生抵触情绪，因为它属于管理层的心理预期之外，绩效薪酬的多少对管理层基本生活的影响不大。因此，绩效薪酬属于激励因素。根据赫兹伯格的双因素理论，企业如果实行基本薪酬与绩效薪酬相结合的薪酬制度，使管理层人员薪酬与企业绩效挂钩，即可发挥薪酬的激励作用，使公司绩效提高。

人力资本理论：20世纪60年代，美国经济学家舒尔茨和贝克尔提出人力资本理论，该理论的主要目标是根据企业发展的战略需要，优化配置人力资源，以调动员工的积极性和创造性，提高企业的生产率，从而提高公司绩效。人力资本是相对于物质资本的范畴，物质资本即物质产品上具有的资本，它主要包括厂房、机器、土地、原材料以及货币等。而人力资本则是体现在人身上的资本，它包括个人接受的教育、对员工进行培训的支出等。相对与物质资本，人力资本对企业来说比较特殊，它主要表现在以下两个方面：首先，在一切资源中，人力资源当排在最主要位置，在社会发展中，人力资本对于经济增长的贡献作用要远远大于[物质资本](http://baike.baidu.com/view/1642734.htm)的贡献。其次，企业对人力资本的投入能够有效地对企业其他资本进行优化配置。在现代公司制度下，没有人力资本的投入，仅靠其他资本要素的自发调节，是难以实现资本的优化配置的。最后，人力资本是依附在人身上的一种资本，公司的股东拥有公司员工人力资本使用所有权，但股东是难以强行使用任何人力本的，因此，用激励的方法取代强迫剥削的方法能使公司员工积极的发挥自己的作用。当今企业的竞争，首先是人才的竞争，因此，公司管理层对公司的发展起到至关重要的作用。管理人员拥有企业的经营决策权，他们确定公司的发展目标，制定公司的成长计划，拓展公司的市场空间、甚至能够在一定程度上决定着公司的兴衰存亡。因此，如果公司股东能够采用多元化的激励方法对管理层进行激励，那么就有可能使得管理层真心实意地为公司付出，在提高公司业绩上下

14

功夫。根据人力资本理论，公司绩效应当成为衡量公司管理层人力资本的关键标准，如果公司能有建立有效的薪酬绩效制度，使得公司管理层薪酬与公司绩效相联系，那么便能够促使管理层辛勤工作，这既有利于公司绩效的提高，也有利于提升管理人员对自己认识的准确性。

基于以上理论，本文提出假设1：高管薪酬对公司绩效有正向显著影响。管理层持股比例与股权激励对公司绩效影响的作用机制类似，主要有激励相

容理论、人力资本理论以及信号传递理论，具体说明如下：

激励相容论：激励相容由美国经济学家哈维茨首先提出，它是指每个人在竞争的市场中都具有完全的理性，无论做任何经济决策都会对自己有利，每个人在行动之前，唯一考虑的就是自利。如果能设计出一种机制，使个人在自利的同时，也能让企业获得最大利益，那么这种机制就产生了“激励相容”效应。依据该理论，如果股东能够让公司管理层持有一部分公司股份，那么公司的管理层与股东就会在某一方面利益趋于一致，给予公司管理层股份越多，那么这种利益一致效应越是趋于明显，公司绩效也就随之相应提高。当管理层完全占有公司的股份，成为公司主人的时候，最小代理成本便会出现，此时管理层为公司工作就等于为他自己工作，管理层为公司取得的利润等于给他自己取得的同样，管理层花费公司资金也完全相当于花费他自己的资金。但当管理层部分持有公司股份时，情况则变得不同。此时其为公司取得的利润或者使公司产生的开支不等同于他们自己的，理性的管理者会“损公肥私”，采取与公司股东利益不一致的行动，这样代理成本就随之产生了。若管理层不持有公司任何股份，此时便产生了最大代理成本。因此，为了尽可能降低代理成本，股东就应该给予管理层更多股份，使其利益保持一致。

人力资本理论：该理论在假设1中已经做过介绍，根据人力资本理论，管理层持股比例与股权激励对公司绩效的影响与高管薪酬对公司绩效的影响的作用机制类似。在现代公司制度下，人力资本的作用日益显著，因此公司股东更应该注重管理层对剩余价值的索取权。公司管理层对于企业的成长发展有着重要作用，他们比一般员工提供的人力资本所起到的作用更大，因此股东必须要对管理层人力资本的作用予以充分重视。

信号传递理论：上个世纪七十年代，斯彭斯对劳动力市场进行了研究，发现教育水平可作为“信号传递”手段，传递出劳动者能力的高低，[他由此开拓了信号传递理论](http://baike.baidu.com/view/1338408.htm)研究领域。此后，信号传递理论被许多学者在不同市场上进行研究与拓展。在本假设中，也可将信号传递理论运用其中，因为信息不对称，股票市场中的投资者有理由认为，如果公司具有优质项目，他们一定会选择内部融资或者债权融资，如果公司的某一项目并非采用内部融资，而是采用股票融资，那么该

15

项目一定是劣质项目。因此，公司具有优质项目时，公司的管理者只有内部融资和债权融资总额不够时，才会选择股票融资。由此可知，管理层持股比例能够传递反映公司质量的信号。假定公司管理层属于风险厌恶型，他们知道公司项目的内部信息，而外部投资者由于信息不对称而不知道，于是当有优质项目出现时，在内部融资和债权融资无法解决全部资金问题的情况下，公司管理层就会倾向持有一部分本公司的股票。因此，这就形成了种信号传递现象，即如果风险厌恶的管理层持有公司股票的数量上升，则表明，公司出现了优质项目，管理层持股增加一定是因为他们相信该项目会有应有的回报。因此，有理由认为掌握更多信息的管理层的持股一般会随着公司绩效的增加而增加。

基于以上理论，本文提出假设2：管理层持股比例与股权激励均对公司绩效有正向显著影响。

### 3.2.2 股权集中度对公司绩效影响的假设

股权集中度对公司绩效影响的作用机制主要有有效激励理论、有效监督理论以及代理权竞争机制理论，具体说明如下：

有效激励理论：如果一个公司的股权集中度较高，那么其股东控制公司就相对容易，他们可以自己出任公司的总经理或者直接任命与公司利益一致的管理层负责公司的具体经营。此时公司管理层与股东利益能够保持高度一致，对管理层进行股权激励原理简单，激励有助于提升公司绩效。但对于股权相对分散的公司来说，有相对较多的股东能够在公司的经营决策上起到作用，公司也非常容易在资本市场投融资，此时，公司的股东即使亲自出任公司的管理人员也很难做到与其他股东利益一致，公司的激励作用有限，理性的公司管理层在经营决策时首先考虑的是自己的利益，此时不利于提高公司绩效。

有效监督理论：公司股东只有对管理层实施有效地监督，才能保证资金能够正常流向公司。当一个公司的股权相对集中时，那么股东既有足够的动力和能力去监督管理层，也有任免管理层的权利，这足以使管理层产生忧患意识。但对于股权发散的公司来说，持股数量较少的股东没有能力对抗大股东，他们对公司管理层的监督作用有限。当股权高度分散时，此时公司股东均为小股东，他们对管理层控制，便力不从心，故而不能对管理层有效监督，这极有可能使公司运营效率降低。另外，小股东持股比例较小，他们要想了解公司管理层的经营信息就需要花费一定的费用，此时若他们对管理层监督的成本高于监督给他们带来的好处，那么这些小股东便没有足够动力对管理层的具体经营进行监督，这也不利于公司绩效的提高。

代理权竞争机制理论：在人力资源市场中，公司管理人员也存在供需平衡，

16

管理层只有努力工作，做出出色成绩才能不被替换掉。因此，代理权竞争机制可以对公司管理层形成制约，而这种制约若想充分发挥作用，那么必须以一定的股权集中度为前提。一个公司的股权如果高度集中，那么控股股东就有足够的权利去控制管理层，公司管理层的代理权竞争就会较弱，公司管理层的变动也不经常出现，除非管理人员犯了严重错误才有可能被替换掉。但是，控股股东更换管理层的成本往往很高，因此，正常情况下，股权高度集中的公司就形成了不利于代理权竞争机制发挥作用的局面，由此对公司绩效产生负面影响。对于股权分散的公司来说，管理层在公司决策与经营管理中的作用非常重要，他们熟悉公司经营的具体状况，小股东往往依赖管理层提供的信息，并且小股东也没有足够的利益驱动去更换公司当前的管理层，因此当公司的股权相对分散时，其管理层也较少变动。这也不利于代理权竞争机制发挥作用。而当股权适度集中时，由于公司前几大股东具有一定的控制力，股东们如果发现公司管理层在经营中存在问题，就能够立刻开会决定更换管理层，因此公司股权适度集中对代理权竞争机制作用的发挥较为有利，代理权竞争机制作用的发挥有助于公司绩效的提高。

基于以上理论，本文提出假设3：股权集中度对公司绩效有正向显著影响。

## 3.3 样本选择与数据来源

本文选取在上海证券交易所和深圳证券上市的A股上市公司为研究对象，为了使研究结论更符合当前现实情况，本文选取近几年的财务数据，其中在研究高管薪酬、管理层持股比例、股权集中度与上市公司绩效关系时，选取2009—2013

年826家上市公司共4130个数据，在研究股权激励对公司绩效影响时，选取

2012—2014年121个数据，其中实施股权激励的上市公司共有46家，未实施股权激励的上市公司共有75家。因管理层持股比例与股权激励对公司绩效影响的作用原理类似，本文将管理层持股比例与股权激励放在不同模型中研究，在研究管理层持股比例对公司绩效影响时，为了避免实施股权激励的样本对实证研究产生扰动，选取的公司均未实施股权激励，同样，在单独研究股权激励对公司绩效影响时，选取的公司尽量做到管理层零持股或者接近零持股。本文数据来自于国泰安金融数据库和RESSERT金融数据库，其中绝大多少数据为直接取得，少量数据为计算所得，选取数据过程中，数据缺失样本和数据可疑样本均被剔除。

为确保数据检验科学有效，样本的选择严格依照下面原则：（1）只选取在上交所和深交所只发行A股的上市公司，以避免财务会计准则不同的问题。（2）剔除ST和PT公司，此类公司业绩相对较差，经营困难，财务报表可信性值得怀疑。（3）剔除金融类、保险类、投资类上市公司，因为这些公司具有特殊的资本结构。（4）剔除数据缺失样本和数据可疑样本。

17

## 3.4 变量设计

### 3.4.1 被解释变量

① 公司绩效

分别用三个指标表示公司绩效即：

托宾Q值：托宾Q值= (股票市值+净债务) /有形资产现行价值。其中，股票市值计算如下：1,股票市值= A股年末价格×总股数；2有形资产=资产总额-待摊费用-无形资产及其它资产-递延税款借项。

总资产收益率：总资产收益率[=净利润](http://baike.baidu.com/view/295204.htm)/平均[资产总额](http://baike.baidu.com/view/1451960.htm)。其中，平均[资产总额](http://baike.baidu.com/view/1451960.htm)

=（年初资产总额+年末资产总额）/2.

主营业务利润率：[主营业务利润](http://baike.baidu.com/view/1517264.htm)率=（主营业务收入-主营业务成本-主营业务税金及附加）/[主营业务收入](http://baike.baidu.com/view/699579.htm)。

### 3.4.2 解释变量

① 高管激励

高管激励包含三部分即：

高管薪酬：高管薪酬是指“董、监、高”的年薪总额，因为数据获取的资源限制，这里的年薪指高管的业绩薪酬，这里取其年薪总额的自然对数。

管理层持股比例：管理层持股比例=高层管理者所拥有的股票数量总和/公司总股本。

是否实施股权激励：股权激励为虚拟变量，当公司实施股权激励时，股权激励=1，公司未实施股权激励时，股权激励=0.

② 股权集中度

股权集中度1=公司第一大股东持股比例。

股权集中度5=公司前五大股东持股比例之和（持股比例=持股数/公司总股本数）。

### 3.4.3 控制变量

①公司规模

公司规模统一由公司总资产的自然对数表示。以往研究表明公司规模与公司绩效具有相关关系。规模大的企业可以拥有规模经济，可以形成竞争优势，使企业利润增加，但当公司规模过大时反而形成规模不经济，例如生产效率下降，管理人员冗杂等，这些都将对公司绩效产生负的影响。因此，公司规模对公司绩效影响的方向性不确定。

18

② 资产负债率

[资产负债率是期末负债总额](http://baike.baidu.com/view/2885238.htm)与期末资产总额的比值。资产负债率能够反映企业借债筹资的比重，代表企业在清算时，保护[债权人](http://baike.baidu.com/view/147366.htm)利益的程度。以往研究发现，资产负债率与公司绩效负相关。因此本文将资产负债率作为控制变量，并假设资产负债率对公司绩效有负的影响。

③ 总资产周转率

[总资产](http://baike.baidu.com/view/42564.htm)周转率是指企业年末营业收入与平均资产总额的比值。总资产周转率能够反映企业对资产的利用效率，该值越大，说明总资产[周转](http://baike.baidu.com/view/199153.htm)越快，企业销售能力越强。因此，假设总资产周转率可能会对公司绩效产生正向影响。

④ 净利润增长率

[净利润增长率是指企业当期净利润比上期净利润的增长幅度](http://baike.baidu.com/view/2337052.htm)，该指标值越大则代表企业盈利能力越强。因此，净利润增长率可能会对公司绩效产生正向影响。

⑤营业收入增长率

营业收入增长率是指企业本年营业收入总额比上年营业收入总额的增长幅度。营业收入增长率表示与上年相比，营业收入的增减变动情况，是评价企业成长状况和[发展能力](http://baike.baidu.com/view/1332458.htm)的重要指标，该值越大，表明企业成长状况越好。因此假设营业收入增长率可能会对公司绩效产生正向影响。

各变量的直观描述如表3-1.

表3 -1：变量直观描述表

| 变量类型 | 变量名称 | 变量符号 | 变量定义 |
| --- | --- | --- | --- |
| 被解释变量 | 托宾 Q 值 | TQ | （股票市值+净债务）/有形资产现行价值 |
| 总资产收益率 | ROA | 净利润/平均资产总额 |
| 主营业务利润率 | ROM | 主营业务利润率=（主营业务收入-主营  业务成本-主营业务税金及附加）/主营业务收入 |
| 解释变量 | 高管薪酬 | PAY | 董、监、高薪酬总额的自然对数 |
| 管理层持股比例 | CG | 高层管理者所拥有的股票数量总和/总  股本 |
| 是否实施股权激励 | OPTION | 实施股权激励公司＝１，未实施股权激励公司＝0 |
| 股权集中度 1 | ZO | 第一大股东持股比例 |
| 股权集中度 5 | ZF | 前五大股东持股比例之和 |
| 控制变量 | 公司规模 | SIZE | 年末总资产的自然对数 |
| 资产负债率 | LEV | 年末总负责/年末总资产 |
| 总资产周转率 | ATO | 年末营业收入/平均资产总额 |
| 净利润增长率 | GROW | （本年净利润－上年同期净利润）/上年同期净利润 |
| 营业收入增长率 | GR | （本年营业收入－上年同期营业收入）/  上年同期营业收入 |

19

# **4** 实证研究与分析

## 4.1 样本描述性统计

### 4.1.1 公司绩效与高管薪酬、管理层持股比例、股权集中度的相关性模型描述性统计

为了能够直观地反映样本的总体情况以及对研究数据的有效性进行检验，本文在研究之前，本文首先进行描述性统计，统计结果如表4-1:

表4-1: 2 009-2013年4130个样本描述性统计

| 总样本N=4130 |  | 资产负债率 | 主营业务利润率 | 净利润增长率 | 营业收入增长率 | 总资产周转率 | 托宾 Q 值 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 均值 | 0.5253 | 0.2182 | -0.0475 | 0.2629 | 0.7631 | 2.4179 |
| 中间值 | 0.5403 | 0.1905 | 0.1303 | 0.1053 | 0.6239 | 1.8737 |
| 最大值 | 1.2735 | 0.9535 | 98.2848 | 58.3567 | 8.5009 | 36.1713 |
| 最小值 | 0.0070 | -3.3203 | -93.9939 | -0.9961 | 0.0009 | 0.7186 |
| 标准误 | 0.1935 | 0.1645 | 6.838 | 1.6338 | 0.6376 | 1.9566 |
|  | 股权集中度 5 | 股权集中度1 | 总资产收益率 | 高管薪酬 | 管理层持股比例 | 公司规模 |
| 均值 | 0.4682 | 0.3531 | 0.0328 | 14.8811 | 0.0084 | 22.0682 |
| 中间值 | 0.4699 | 0.3308 | 0.0296 | 14.9082 | 0 | 21.9787 |
| 最大值 | 0.9099 | 0.8411 | 0.3809 | 17.8371 | 0.4933 | 26.6466 |
| 最小值 | 0.0298 | 0.0223 | -2.7463 | 11.9172 | 0 | 17.6909 |
| 标准误 | 0.1519 | 0.1562 | 0.0781 | 0.8113 | 0.0467 | 1.1950 |

① 被解释变量描述性统计

从表4-1可知，被解释变量中托宾Q值最大值为36.17，最小值为0.72，均值为2.42。主营业务利润率中最大值为0.95，最小值为-3.32，均值为0.22。总资产收益率中最大值为0.38，最小值为-2.75，均值为0.03。各个指标数值悬殊较大，且有的指标最大值偏离平均值较大，由此可知826家公司的4130个样本中的公司绩效悬殊还是比较大的。

② 解释变量描述性统计

关于股权集中度，公司第一大股东持股比例最大值高达0.84，最小值仅为0.022，均值是0.35。公司前五大股东持股比例最大值高达0.91，最小值仅为

0.03，均值为0.47，可见与国外相比，我国上市公司股权集中度相对较高，但同时也存在差异较大，高者过高，低者太低的现象。管理层持股比例最大值为

0.4933，最小值为0，可见各个公司管理层持股水平差异较大，其均值在0.0084这远远小于公司第一大股东持股比例（公司第一大股东持股比例均值为0.35）与公司前五大股东持股比例之和（公司前五大股东持股比例之和均值为0.47），可见我国目前实施的股权激励范围还太小，激励水平相对较低。高管薪酬取其自然

20

对数后最高值为17.84，最低值为11.91，均值为14.88。可见我国上市公司高管薪酬由于公司性质、公司规模、公司运营方式等原因差距相对较大。

③ 控制变量描述性统计

公司规模取自然对数后最大值是26.65，最小值是17.69，均值是22.07，可见样本公司规模差距较大。公司的资产负债率最大值是1.27，最小值是0.007，均值是0.53，该值符合40%-60%的合理水平，说明我国上市公司的资产负债率比较正常。

从表4-1可以直观的发现，各个指标的最大值、最小值虽悬殊相对较大，但其与均值、中间值均在合理的区间，未发现有异常的数据，因此本文所选取的数据是有效的。

### 4.1.2 公司绩效与股权激励的相关性模型描述性统计

从表4-2可以看出实施股权激励的主营业务利润率和总资产收益率均高于未实施股权激励的公司，实施股权激励公司的托宾Q值略低于未实施股权激励的公司。上表可直观表明，实施股权激励会提高公司主营业务利润率和总资产收益率，但在实施股权激励的公司托宾Q的均值反而较低，这有可能是因为在我国由于资本市场未能达到强有效，公司股价不能反映公司价值。因此用托宾Q代表公司绩效值得商榷。

表4-2: 2 012-2014股权激励样本描述性统计

|  |  | 是否实施股权激励 | 资产负债率 | 主营业务利润率 | 净利润增长率 | 营业收入增长率 | 总资产周转率 | 托宾 Q 值 | 总资产收益率 | 公司规模 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 均值 | 0.380 | 0.539 | 0.243 | 0.362 | 0.307 | 0.824 | 2.228 | 0.038 | 22.52 |
| 总样本n=121 | 中间值最大值  最小值 | 0  1  0 | 0.588  0.971  0.085 | 0.2  0.812  -0.06 | 0.222  65.82  -40.6 | 0.101  7.589  -0.65 | 0.637  7.25  0.041 | 1.524  18.93  0.798 | 0.035  0.203  -0.12 | 22.33  27.38  18.65 |
|  | 标准误 | 0.487 | 0.214 | 0.183 | 8.158 | 1.034 | 0.791 | 2.155 | 0.048 | 1.265 |
|  | 均值 | 1 | 0.513 | 0.303 | 0.059 | 0.221 | 0.79 | 2.145 | 0.057 | 22.81 |
| 实施股  权激励样 本n=48 | 中间值最大值最小值 | 1  1  1 | 0.521  0.932  0.091 | 0.235  0.812  -0.01 | 0.225  1.16  -4.23 | 0.178  1.272  -0.15 | 0.653  1.794  0.175 | 1.691  7.138  0.798 | 0.046  0.195  -0.05 | 22.61  27.38  20.62 |
|  | 标准误 | 0 | 0.201 | 0.201 | 0.789 | 0.284 | 0.413 | 1.493 | 0.048 | 1.243 |
|  | 均值 | 0 | 0.554 | 0.206 | 0.548 | 0.36 | 0.844 | 2.279 | 0.027 | 22.31 |
| 未实施  股权激励样本n=75 | 中间值最大值最小值 | 0  0  0 | 0.591  0.971  0.085 | 0.165  0.623  -0.06 | 0.156  65.82  -40.6 | 0.071  7.589  -0.65 | 0.571  7.25  0.041 | 1.491  18.93  0.928 | 0.027  0.203  -0.12 | 22.29  25.19  18.65 |
|  | 标准误 | 0 | 0.222 | 0.161 | 10.36 | 1.295 | 0.954 | 2.484 | 0.045 | 1.257 |

21

## 4.2 相关性分析

分析被解释变量和解释变量之间的相关性，衡量其密切程度，为我们建立正确的模型提供参考。本文通过stata软件计算被解释变量和解释变量之间的相关系数分析它们之间的关系。

表4-3: 2 009-2013年4130个样本相关系数分析

|  | 资产负  债率 | 主营业务利  润率 | 净利润增  长率 | 营业收  入增长率 | 总资产周  转率 | 托宾Q 值 | 股权集 股权集 总资产收高管薪酬  中度 5 中度 1 益率 | | | 管理层持  股比例 | 公司规  模 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 资产负债 | 1 |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 率 | ----- |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 主营业务 | -0.2598 | 1 |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 利润率 | 0 | ----- |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 净利润增 | -0.092 | 0.1384 | 1 |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 长率 | 0 | 0 | ----- |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 营业收入 | 0.0328 | 0.0121 | 0.1728 | 1 |  |  |  |  |  |  |  |
| 增长率 | 0.0351 | 0.4357 | 0 | ----- |  |  |  |  |  |  |  |
| 总资产周 | 0.0837 | -0.2905 | 0.0615 | 0.0594 | 1 |  |  |  |  |  |  |
| 转率 | 0 | 0 | 0.0001 | 0.0001 | ----- |  |  |  |  |  |  |
| 托宾Q 值 | -0.2521  0 | 0.1898  0 | 0.0051  0.7409 | 0.0643  0 | -0.0225  0.1474 | 1  ----- |  |  |  |  |  |
| 股权集中 | 0.0705 | 0.0389 | 0.0711 | 0.0762 | 0.1133 | -0.0472 | 1 |  |  |  |  |
| 度 5 | 0 | 0.0125 | 0 | 0 | 0 | 0.0024 | ---- |  |  |  |  |
| 股权集中 | 0.0601 | -0.0093 | 0.0390 | 0.0399 | 0.0845 | -0.0918 | 0.82571 |  |  |  |  |
| 度 1 | 0.0001 | 0.5507 | 0.0123 | 0.0104 | 0 | 0 | 0 ----- |  |  |  |  |
| 总资产收 | -0.2499 | 0.2850 | 0.3579 | 0.0594 | 0.1139 | -0.0856 | 0.1110 0.0091 | 1 |  |  |  |
| 益率 | 0 | 0 | 0 | 0.0001 | 0 | 0 | 0 0.2201 | ----- |  |  |  |
| 高管薪酬 | 0.0909  0 | 0.1059  0 | 0.0422  0.0067 | -0.0228  0.1431 | 0.1019  0 | -0.2269  0 | 0.1161 0.0598  00.0001 | 0.1943  0 | 1  ----- |  |  |
| 管理层持 | 0.0173 | 0.0386 | -0.0017 | 0.0030 | 0.0049 | 0.0166 | -0.0108 -0.1123 | 0.0194 | 0.0787 | 1 |  |
| 股比例 | 0.2657 | 0.0132 | 0.9116 | 0.8454 | 0.7552 | 0.2873 | 0.48720 | 0.2134 | 0 | ----- |  |
| 公司规模 | 0.3819  0 | -0.0795  0 | -0.0084  0.5913 | -0.015  0.3366 | 0.0630  0.0001 | -0.4734  0 | 0.3064 0.3066  00 | 0.1141  0 | 0.5254  0 | -0.0022  0.8852 | 1  ---- |

从表4-3可以看出，除个别指标外，被解释变量与解释变量之间有显著的相关关系，因此表明本文的假设是合理的，具备研究的可能性，本文分别对被解释变量和解释变量之间的相关性进行诊断：

①主营业务利润率ROM、总资产收益率ROA、托宾Q值与高管薪酬PAY之间的相关性分析

从表4-3可以看出，主营业务利润率ROM、总资产收益率ROA与高管薪酬PAY、

22

股权集中度5(ZF)几乎均在５％的显著水平上正相关，但与股权集中度1（ZO）和管理层持股比例CG没有明显的相关性。托宾Q与高管薪酬PAY、股权集中度 1

（Z0）、股权集中度5（ZF）在１％的显著水平上负相关，这与总资产收益率ROA、主营业务利润率ROM与高管薪酬PAY、股权集中度1（Z0）、股权集中度5（ZF）的相关性相反，且托宾Q与总资产收益率ROA在１％的水平上负相关。托宾Q与总资产收益率ROA呈现相反性变化，这说明托宾Q与总资产收益率ROA、主营业务利润率ROM在代表公司绩效上存在差异，这再次说明在我国托宾Q不能有效代表公司绩效。

②主营业务利润率ROM、总资产收益率ROA、托宾Q值与控制变量之间的相关性分析

从表4-3可以看出，主营业务利润率ROM、总资产收益率ROA、托宾Q值均与公司资产负债率LEV在1%的显著水平上负相关，这说明公司资产负债率越高，则公司的绩效越低，因此公司不能盲目借款扩张以免影响公司绩效。主营业务利润率ROM、总资产收益率ROA、托宾Q值与公司规模SIZE在1%的水平上显著，但是公司规模对公司绩效是正向还是负向影响会因为被解释变量的不同而不同。

③主营业务利润率ROM、总资产收益率ROA、托宾Q值与是否实施股权激励之间的相关性分析

表4-4: 2 012-2014股权激励样本相关性分析

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 相关系数 | 是否实施股权激励 | 资产负债率 | 主营业务利润率 | 净利润增长率 | 营业收入增长率 | 总资产周转率 | 托宾Q 值 | 总资产收益率 | 公司规模 |
| 是否实施股权激励 | 1  ----- |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 资产负债率 | -0.0946  0.3020 | 1  ----- |  |  |  |  |  |  |  |
| 主营业务利润率 | 0.2574  0.0044 | -0.4930  0 | 1  ----- |  |  |  |  |  |  |
| 净利润增长率 | -0.0291  0.7506 | -0.1378  0.1316 | 0.1370  0.1338 | 1  ----- |  |  |  |  |  |
| 营业收入增长率 | -0.0656  0.4745 | 0.0521  0.5701 | -0.0061  0.9465 | 0.5983  0 | 1  ----- |  |  |  |  |
| 总资产周转率 | -0.0333  0.7167 | 0.2310  0.0108 | -0.3240  0.0003 | -0.0304  0.7404 | -0.0129  0.8878 | 1  ----- |  |  |  |
| 托宾Q 值 | -0.0304  0.7402 | -0.1435  0.1162 | 0.2143  0.0182 | -0.0381  0.6781 | 0.0787  0.3905 | -0.0823  0.3693 | 1  ----- |  |  |
| 总资产收益率 | 0.2958  0.0010 | -0.3635  0 | 0.5079  0 | 0.2936  0.0011 | -0.0373  0.6845 | -0.0209  0.8199 | 0.2581  0.0043 | 1  ----- |  |
| 公司规模 | 0.1710  0.0607 | 0.3678  0 | -0.2023  0.0261 | 0.0097  0.9152 | -0.0796  0.3850 | 0.1026  0.2624 | -0.5519  0 | 0.0135  0.8831 | 1  ----- |

从表4-4可以看出，主营业务利润率ROM、总资产收益率ROA与是否实施

23

股权激励OPTION在1%的水平上显著，托宾Q与是否实施股权激励之间没有明显的显著性，资产负债率LEV与主营业务利润率ROM、总资产收益率ROA之间有负的显著性。资产负债率LEV对托宾Q影响不显著。公司规模对托宾Q和主营业务利润率ROM有负的显著性影响，对总资产收益率ROA影响不显著，这与对2009-2013年所有样本相关系数分析的结论基本一致。

## 4.3 多元回归分析

通过相关性分析后本文建立模型，验证假设的合理性，基于本文的假设，建立如下多元回归模型：

### 4.3.1 公司绩效与高管薪酬、管理层持股比例、股权集中度的相关性回归分析:

为了验证公司绩效与高管薪酬、管理层持股比例、股权集中度之间的相关关系，根据前文理论假设与经验假设，建立如下模型1-6，为避免股权激励对实证检验产生扰动，模型1-6在对样本的选取上已避开实施股权激励的公司。因股权集中度1与股权集中度5相关系数较高，为避免多重共线性影响，未将股权集中度1（ZO）与股权集中度5（ZF）放在一个模型之中，将股权集中度1放在模型1-3，将股权集中度5放在模型4-6.

模型1 TQ=c1+α1PAY+α2CG+α3 ZO+d 1 SIZE+d 2LEV+d 3ATO+d 4 GROW+d 5 GR+**ε1** （1）模型2 ROM=c2+β1PAY+β2CG+β3ZO+e 1 SIZE+e 2 LEV+e 3 ATO+e 4 GROW+e 5GR+**ε2** （2）模型3 ROA=c3+γ1PAY+γ2CG+γ3ZO+f1LEV+f2ATO+f3GROW+f4GR+**ε3** （3）模型4 TQ=c4+a 1PAY+a 2CG+a 3 ZF+g 1 SIZE+g 2LEV+g 3ATO+g 4 GROW+g 5GR+**ε4** （4）模型5 ROM=c5+b 1 PAY+b 2 CG+b 3 ZF+h 1 SIZE+h 2 LEV+h 3ATO+h 4GROW+h 5GR+**ε5** （5）模型6 ROA=c6+c 1PAY+c 2 CG+c 3ZF+i 1 LEV+i 2 ATO+i 3 GROW+i 4GR+**ε6** (6)

其中，c为截距项，α、β、γ、a、b、c为解释变量的回归系数，d e f、

g、h、i控制变量的回归系数，ε为随机误差项。TQ为托宾Q值，ROM为主营业务利润率，PAY为高管薪酬，CG为管理层持股比例，ZO为公司第一大股东持股比例，ZF为公司前五大股东持股比例之和，ZO和ZF代表股权集中度。SIZE为公司规模，LEV为资产负债率，ATO为总资产周转率，GROW为净利润增长率，GR为营业收入增长率。

① 回归模型总体评价

2009-2013年调整后的R2值均在0.15-0.40之间，而方程中解释变量t值统计显著的较多，初步判断方程不存在多重共线性，再用相关系数法分别对

2009-2013年数据进行检验（检验结果如表4-6）。2009-2013年均未发现有相关

24

系数值超过0.5，从而可得多模型不存在多重共线性。

根据2009-2013年的D-W值，可以发现其均为2.0左右，均在du至4-du之间(n=826, k=8或9)，符合无正或负相关假设，故2009-2013年随机误差项之间无自相关现象。

用怀特异方差检验法对2009-2013年每年的模型进行异方差检验，发现部分年份存在轻微异方差现象，用加权最小二乘法进行异方差修正后，发现修正后结果与修正前结果无实质性差异。

2009-2013年调整后的多元判定系数R2大多在0.3左右，可知被解释变量有约30%左右可以被解释变量解释，这可能是因为能够影响公司绩效的原因很多，例如经济环境，政策环境，企业人才流动等，这些变量的缺失都会导致R2变小。另外，本模型假设被解释变量和解释变量呈现线性关系，实际情况则并非那么简单，这也可能会对R2产生消极影响。因此R2值较小也在情理之中。2009-2013年这5年中的每个假设模型中方程的F检验的P值均为0，可见模型非常显著。

表4-5：2 009-2013全样本及年度回归结果

| 年度 | 被解释变  量 | 解释变  量 | 系数 | T 统计量 | P 值 | 调整后 R2 | D-W 值 | F 检验 P |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 2009 | 托宾 Q 值 | C | 20.3664 | 13.2570 | 0.0000 | 0.2165 | 1.9945 | 0.0000 |
| PAY | 0.0158 | 0.1570 | 0.8753 |
| CG | 0.0305 | 0.0215 | 0.9829 |
| ZF | 1.2387 | 2.5150 | 0.0121 |
| (ZO) | 0.7897 | 1.6567 | 0.0980 | 0.2130 | 2.0030 | 0.0000 |
| 主营业务利润率 | C | -0.0168 | -0.1490 | 0.8816 | 0.1881 | 2.0848 | 0.0000 |
| PAY | 0.0500 | 6.7950 | 0.0000 |
| CG | 0.1054 | 1.0128 | 0.3115 |
| ZF | 0.1337 | 3.7087 | 0.0002 |
| (ZO) | 0.0501 | 1.4284 | 0.1536 | 0.1765 | 2.0979 | 0.0000 |
| 总资产收益率 | C | -0.2638 | -3.9621 | 0.0001 | 0.2755 | 1.9061 | 0.0000 |
| PAY | 0.0223 | 4.8944 | 0.0000 |
| CG | -0.0278 | -0.3778 | 0.7057 |
| ZF | 0.0216 | 0.8719 | 0.3835 |
| (ZO) | 0.0488 | 2.0894 | 0.3701 | 0.2787 | 1.9008 | 0.0000 |
| 2010 | 托宾 Q 值 | C | 22.6191 | 14.9203 | 0.0000 | 0.2726 | 1.9746 | 0.0000 |
| PAY | 0.1946 | 1.9389 | 0.0529 |
| CG | 0.7132 | 0.4598 | 0.6458 |
| ZF | 1.8576 | 3.7625 | 0.0002 |
| (ZO) | 1.2550 | 2.5903 | 0.0098 | 0.2661 | 1.9754 | 0.0000 |
| 主营业务利润率 | C | 0.1074 | 1.0825 | 0.2794 | 0.2161 | 2.0891 | 0.0000 |
| PAY | 0.0349 | 5.3076 | 0.0000 |
| CG | 0.0993 | 0.9782 | 0.3283 |
| ZF | 0.0788 | 2.4379 | 0.0150 |
| (ZO) | 0.0296 | 0.9340 | 0.3506 | 0.2113 | 2.0922 | 0.0000 |
| 总资产收益率 | C | -0.2211 | -8.9115 | 0.0000 | 0.3613 | 2.053 | 0.0000 |
| PAY | 0.0188 | 11.0958 | 0.0000 |
| CG | 0.0603 | 2.0061 | 0.0452 |
| ZF | 0.0549 | 5.9633 | 0.0000 |
| (ZO) | 0.0364 | 2.0349 | 0.1030 | 0.3521 | 2.0604 | 0.0000 |

25

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 2011 | 托宾 Q 值 | C | 14.2367 | 14.4301 | 0.0000 | 0.2466 | 1.9452 | 0.0000 |
| PAY | 0.0509 | 0.7622 | 0.4462 |
| CG | -0.3457 | -0.3458 | 0.7296 |
| ZF | 0.9274 | 2.9674 | 0.0031 |
| （ZO） | 0.4067 | 1.2960 | 0.1953 | 0.2401 | 1.9568 | 0.0000 |
| 主营业务利润率 | C | 0.0768 | 0.7513 | 0.4527 | 0.2213 | 2.0032 | 0.0000 |
| PAY | 0.0335 | 4.8376 | 0.0000 |
| CG | 0.0482 | 0.4649 | 0.6421 |
| ZF | 0.0674 | 2.0802 | 0.0378 |
| （ZO） | 0.0207 | 0.6366 | 0.5245 | 0.2175 | 2.0081 | 0.0000 |
| 总资产收益率 | C | -0.1949 | -6.5435 | 0.0000 | 0.3047 | 2.0196 | 0.0000 |
| PAY | 0.0175 | 8.6365 | 0.0000 |
| CG | 0.0035 | 0.0978 | 0.9222 |
| ZF | 0.0415 | 3.9254 | 0.0001 |
| （ZO） | 0.0328 | 2.1234 | 0.1900 | 0.3000 | 2.0201 | 0.0000 |
| 2012 | 托宾 Q 值 | C | 16.2295 | 13.1796 | 0.0000 | 0.2093 | 1.9845 | 0.0000 |
| PAY | 0.1258 | 1.4475 | 0.1481 |
| CG | 0.6856 | 0.5846 | 0.5590 |
| ZF | 1.0623 | 2.7565 | 0.0060 |
| （ZO） | 0.5175 | 1.3589 | 0.1746 | 0.2038 | 1.9936 | 0.0000 |
| 主营业务利润率 | C | 0.0640 | 0.5816 | 0.5610 | 0.2083 | 1.9672 | 0.0000 |
| PAY | 0.0372 | 4.7888 | 0.0000 |
| CG | 0.0770 | 0.7345 | 0.4629 |
| ZF | 0.0965 | 2.8005 | 0.0052 |
| （ZO） | 0.0442 | 1.2981 | 0.1946 | 0.2023 | 1.9790 | 0.0000 |
| 总资产收益率 | C | -0.2017 | -3.8024 | 0.0002 | 0.1538 | 2.0218 | 0.0000 |
| PAY | 0.0184 | 5.1236 | 0.0000 |
| CG | 0.0113 | 0.1972 | 0.8437 |
| ZF | 0.0350 | 1.9608 | 0.0502 |
| （ZO） | 0.0349 | 2.0037 | 0.4540 | 0.1540 | 2.0224 | 0.0000 |
| 2013 | 托宾 Q 值 | C | 13.7935 | 14.6705 | 0.0000 | 0.3198 | 2.0395 | 0.0000 |
| PAY | 0.2724 | 4.1528 | 0.0000 |
| CG | 1.3151 | 1.4606 | 0.1445 |
| ZF | 0.6871 | 2.3230 | 0.0204 |
| （ZO） | 0.0553 | 0.1928 | 0.8471 | 0.3153 | 2.0447 | 0.0000 |
| 主营业务利润率 | C | -0.0705 | -0.4956 | 0.6203 | 0.1556 | 1.9884 | 0.0000 |
| PAY | 0.0513 | 5.1725 | 0.0000 |
| CG | 0.1825 | 1.3401 | 0.1806 |
| ZF | 0.1022 | 2.2858 | 0.0225 |
| （ZO） | 0.0793 | 1.8345 | 0.0669 | 0.1536 | 1.9932 | 0.0000 |
| 总资产收益率 | C | -0.1753 | -5.1448 | 0.0000 | 0.2732 | 1.9932 | 0.0000 |
| PAY | 0.0147 | 6.4218 | 0.0000 |
| CG | 0.0441 | 1.1907 | 0.2341 |
| ZF | 0.0415 | 3.6031 | 0.0003 |
| (ZO) | 0.0376 | 1.4095 | 0.2702 | 0.2720 | 1.9869 | 0.0000 |

注：因为股权集中度1（ZO）与股权集中度5（ZF）相关系数高达0.83，本文将ZO与ZF不列在一个模型之中，因包含ZO的模型与包含ZF的模型回归结果差别不大，故为便于对比观察将ZO合并在上表中。

26

表4-6: 2 009年样本相关性分析

债率 润率

长率

入增长

转率 托宾Q 值 中度 5 中度 1

益率 酬 股比例 模

率

| 资产负 主营业务利 净利润增 营业收 总资产周 股权集 股权集 总资产收 高管薪 管理层持 公司规率 | | | | | | | | | | | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 资产负债率1 | | -0.26 | -0.09 | 0.03 | 0.08 | -0.25 | 0.07 0.06 -0.25 | | 0.09 | 0.02 0.38 | |
| 主营业务利  润率-0.26 | | 1 | 0.14 | 0.01 | -0.29 | 0.19 | 0.04 -0.01 0.28 | | 0.11 | 0.04 -0.08 | |
| 净利润增长  率-0.09 | | 0.14 | 1 | 0.17 | 0.06 | 0.01 | 0.07 0.04 | 0.36 | 0.04 | 0 | -0.01 |
| 营业收入增  长率0.03 | | 0.01 | 0.17 | 1 | 0.06 | 0.06 | 0.08 0.04 | 0.06 | -0.02 | 0 | -0.01 |
| 总资产周转率  托宾Q 值 | 0.08 -0.29 0.06 0.06 1 -0.02 0.11 0.08 0.11 0.1 00.06  -0.25 0.19 0.01 0.06 -0.02 1 -0.05 -0.09 -0.09 -0.23 0.02 -0.47 | | | | | | | | | | |
| 股权集中度 5 | 0.07 | 0.04 | 0.07 | 0.08 | 0.11 | -0.05 | 10.83 | 0.11 | 0.12 | -0.01 0.31 | |
| 股权集中度 1 0.06 | | -0.01 | 0.04 | 0.04 | 0.08 | -0.09 | 0.831 | 0.09 | 0.06 -0.11 0.31 | | |
| 总资产收益 -0.25 | | 0.28 | 0.36 | 0.06 | 0.11 | -0.09 | 0.11 0.09 | 1 | 0.19 0.02 0.11 | | |
| 高管薪酬0.09 | | 0.11 | 0.04 | -0.02 | 0.1 | -0.23 | 0.12 0.06 | 0.19 | 1 0.08 0.43 | | |
| 管理层持股  比例 0.02 0.04 0 0 0 0.02 -0.01 -0.11 0.02 0.08 10  公司规模 0.38 -0.08 -0.01 -0.01 0.06 -0.47 0.31 0.31 0.11 0.43 01 | | | | | | | | | | | |

注：2010-2013年样本相关性检验结果无本质性差异，本文不再一一列举。

② 回归模型结果评价

高管激励方面：由表４-５可知，对于2009-2013年五年数据分别分析，当被解释变量是总资产收益率ROA和主营业务利润率ROM时，高管薪酬PAY的P值均为0，表明高管薪酬PAY与主营业务利润率ROM和总资产收益率ROA呈现正向显著关系。当被解释变量是托宾Q值时，高管薪酬PAY的P值均大于0.05，可见在5%的显著性水平下，高管薪酬PAY与托宾Q值无显著关系。高管薪酬PAY会对总资产收益率ROA和主营业务利润率ROM产生正向显著影响，但不会对托宾

Q值产生显著影响，这再次说明由于中国的资本市场并不完善，股价不能体现公司的真实价值，导致托宾Q值并不能反映公司绩效。总得来说，回归模型结果验证了假设1：高管薪酬对公司绩效有正向显著影响。

27

由表4-5可知，无论被解释变量是托宾Q值、主营业务利润率ROM还是总资产收益率ROA，管理层持股比例CG的P值均大于0.05，可见在5%的显著性水平下，管理层持股比例CG与公司绩效托宾Q值、主营业务利润率ROM和总资产收益率ROA均无显著关系。管理层持股比例CG不会对公司绩效产生显著影响。假设2：管理层持股比例与股权激励均对公司绩效有正向显著影响未能得到验证。

股权集中度方面：回归结果显示，对于2009—2013年这五年数据分别分析，当被解释变量是托宾Q值、主营业务利润率ROM和总资产收益率ROA时，公司前五大股东持股比例之和ZF的P值几乎均小于0.05（仅有当2009年时，被解释变量是ROA时，ZF的P值大于0.05），由此可见公司前五大持股比例之和ZF对托宾Ｑ、主营业务利润率ROM和总资产收益率ROA呈现正向显著关系。而无论被解释变量是托宾Q值、主营业务利润率ROM还是总资产收益率ROA，公司第一大股东持股比例ZO的P值均大于0.05，由此可见公司第一大股东持股比例与公司绩效TQ、主营业务利润率ROM和总资产收益率ROA无显著关系。由此可见，用公司前五大股东持股比例之和或者公司第一大股东持股比例代表股权集中度时，股权集中度对公司绩效的显著性不同，公司绩效对前五大股东持股比例之和变化的反映更加敏感。因公司第一大股东持股比例和公司前五大股东持股比例之和对公司绩效影响的显著性不同，从而假设3：股权集中度对公司绩效有正向显著影响只得到了部分验证。

在控制变量方面：实证分析研究发现公司规模SIZE与托宾Q值、主营业务利润率ROM呈负向显著相关，这表明大公司的规模效应减弱，经营效率降低，而小公司在竞争中反而顶住压力，提高经营效率，形成了优势增加了公司绩效。资产负债率LEV与托宾Q值、主营业务利润率ROM以及总资产收益率ROA有显著的负影响，这可能是因为企业资产负债率高，财务风险较大，可能导致现金流不足，从而进一步导致融资成本加剧，从而对公司的经营产生负面影响，从而导致公司绩效降低，因此公司经理层不能单一为了扩大生产，开拓市场规模，而举债投资。

### 4.3.2 公司绩效与股权激励的相关关性回归分析

为了验证公司绩效与股权激励的相关性，建立模型7-9.

模型７ TQ=c７+j OPTION+ｍ1 SIZE+ｍ2 LEV+ｍ3 ATO+ｍ4 GROW+ｍ5 GR+ε７ （７）模型８ROM=c８+k OPTION+ｎ1 SIZE+ｎ2 LEV+ｎ3 ATO+ｎ4 GROW+ｎ5 GR+ε８（８）模型９ ROA=c９+lOPTION +ｏ1LEV+ｏ2ATO+ｏ3GROW+ｏ4 GR+ε９ （９）

其中，c为截距项，j，k，l为解释变量的回归系数，m，m，o为控制变量的回归系数，ε为随机误差项。OPTION为是否实施股权激励，当公司实施股权激励时OPTION为１，否则为0。TQ为托宾Q值，ROM为主营业务利润率，ROA为总资产收益率，SIZE为公司规模，LEV为资产负债率，ATO为总资产周转率，GROW

28

为净利润增长率，GR为营业收入增长率。为了避免其他解释变量对回归结果产生影响，本模型未包含高管薪酬、管理层持股比例和股权集中度。

对模型进行多重共线性、自相关检验并经过异方差修正后，得出表4-7实证分析结果： 表4-7: 2012-2014股权激励样本回归结果

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 被解释变量 | 解释变量 | 系数 | T 统计量 | P 值 | 调整后 R2 | D-W 值 | F 检验 P  值 |
| 托宾 Q 值 | C | 24.0882 | 7.6411 | 0.0000 | 0.2837 | 2.1192 | 0．0000 |
| OPTION | 0.3438 | 0.9750 | 0.3316 |
| SIZE | -0.9919 | -6.7009 | 0 |
| LEV | 0.7466 | 0.8311 | 0.4076 |
| 主营业务利润率 | C | 0.7132 | 2.7195 | 0.0076 | 0.3123 | 1.5909 | 0.0000 |
| OPTION | 0.0865 | 2.9493 | 0.0039 |
| SIZE | -0.0128 | -1.0445 | 0.2984 |
| LEV | -0.3142 | -4.2047 | 0.0001 |
| 总资产收益率 | C | 0.0628 | 5.6114 | 0.0000 | 0.2818 | 1.9329 | 0.0000 |
| OPTION | 0.0267 | 3.4263 | 0.0008 |
| LEV | -0.0641 | -3.4520 | 0.0008 |

上表显示，实施股权激励（OPTION=1）对总资产收益率ROA和主营业务利润

率ROM呈显著正相关，对托宾Q值产生正向影响但是并不显著，这说明股权激励有助于公司绩效的提高，这与模型1-6中管理层持股比例CG对公司绩效产生正向影响结论一致，只是管理层持股比例CG对公司绩效影响并不显著，而股权激励对公司绩效产生显著影响。在控制变量方面，公司资产SIZE对托宾Q值和主营业务利润率ROM产生负的影响，资产负债率队LEV公司绩效产生负的影响，这也与模型1-6的研究结果一致。

## 4.4 稳健性检验

为了保证研究结果的正确性与稳定性，本文进行了稳健性检验，结果与原分析结果无实质差异，具体说明如下，由于本文被解释变量有三个指标，故本文稳健性检验不再更换被解释变量而采用去掉部分解释变量与随机删除部分样本两种方式进行，由于托宾Q代表公司绩效的有效性值得商榷，故稳健性检验不再将其作为被解释变量。首先对2009-2013年的样本去掉净利润增长率与营业收入增长率两个解释变量，进行回归分析后，发现结果无实质性差异，回归结果如表 4

-8. 其次，原模型不变，将样本数据随意删除100个后（剩余726个样本共363

0个数据），进行回归分析，发现结果无实质性差异，回归结果如表4-9。再对股权激励样本进行稳健性检验，删除和更换部分未实施股权激励样本（最后股权激

29

励总样本共有110个），然后进行回归分析，发现结果无实质性差异，回归结果如表4-10。由此可见，本文所建立的模型是稳健的，实证研究结果有效。

表4-8: 2 009-2013年全样本稳健性检验回归结果1

| 年度 | 被解释变  量 | 解释变  量 | 系数 | T 统计量 | P 值 | 调整后 R2 | D-W 值 | F 检验 P |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 2009 | 主营业务利润率 | C | -0.0591 | -0.5255 | 0.5993 | 0.1834 | 2.0833 | 0.0000 |
| PAY | 0.0513 | 6.9427 | 0.0000 |
| CG | 0.0972 | 0.9289 | 0.3532 |
| ZF | 0.1401 | 3.8703 | 0.0001 |
| (ZO) | 0.0483 | 1.4123 | 0.2547 | 0.1832 | 2.0122 | 0.0000 |
| 总资产收益率 | C | -0.3546 | -4.7538 | 0.0000 | 0. 18791 | 2.0138 | 0.0000 |
| PAY | 0.0281 | 5.5006 | 0.0000 |
| CG | -0.0573 | -0.6926 | 0.4888 |
| ZF | 0.0462 | 1.6661 | 0.0961 |
| (ZO) | 0.0767 | 2.1743 | 0.2608 | 0.2671 | 1.9233 | 0.0000 |
| 2010 | 主营业务利润率 | C | 0.1064 | 1.0632 | 0.2880 | 0.2083 | 2.1066 | 0.0000 |
| PAY | 0.0344 | 5.1982 | 0.0000 |
| CG | 0.0859 | 0.8397 | 0.4013 |
| ZF | 0.0834 | 2.5850 | 0.0099 |
| (ZO) | 0.0432 | 0.8320 | 0.2507 | 0.2230 | 1.9922 | 0.0000 |
| 总资产收益率 | C | -0.2188 | -8.2805 | 0.0000 | 0.2792 | 2.0503 | 0.0000 |
| PAY | 0.0187 | 10.3773 | 0.0000 |
| CG | 0.0489 | 1.5287 | 0.1267 |
| ZF | 0.0579 | 5.9688 | 0.0000 |
| (ZO) | 0.0534 | 2.3546 | 0.2044 | 0.3311 | 2.1532 | 0.0000 |
| 2011 | 主营业务利润率 | C | 0.0678 | 0.6602 | 0.5093 | 0.2163 | 2.0058 | 0.0000 |
| PAY | 0.0353 | 5.0787 | 0.0000 |
| CG | 0.0503 | 0.4855 | 0.6275 |
| ZF | 0.0804 | 2.4811 | 0.0133 |
| （ZO） | 0.0317 | 0.5833 | 0.4245 | 0.2237 | 2.3343 | 0.0000 |
| 总资产收益率 | C | -0.2068 | -6.6345 | 0.0000 | 0.2392 | 2.0169 | 0.0000 |
| PAY | 0.0182 | 8.5797 | 0.0000 |
| CG | 0.0176 | 0.4765 | 0.6338 |
| ZF | 0.0510 | 4.6175 | 0.0000 |
| （ZO） | 0.0426 | 1.9235 | 0.1800 | 0.3221 | 2.3205 | 0.0000 |
| 2012 | 主营业务利润率 | C | 0.0857 | 0.7698 | 0.4416 | 0.1882 | 1.9743 | 0.0000 |
| PAY | 0.0396 | 5.0253 | 0.0000 |
| CG | 0.0840 | 0.7890 | 0.4304 |
| ZF | 0.1082 | 3.1094 | 0.0019 |
| （ZO） | 0.0546 | 1.3984 | 0.1645 | 0.1923 | 2.2796 | 0.0000 |
| 总资产收益率 | C | -0.2015 | -3.7506 | 0.0002 | 0.1347 | 2.0400 | 0.0000 |
| PAY | 0.0185 | 5.0886 | 0.0000 |
| CG | 0.0155 | 0.2671 | 0.7895 |
| ZF | 0.0390 | 2.1588 | 0.0312 |
| （ZO） | 0.0349 | 2.0037 | 0.4540 | 0.1623 | 2.0421 | 0.0000 |
| 2013 | 主营业务利润率 | C | -0.0808 | -0.5655 | 0.5719 | 0.1461 | 1.9813 | 0.0000 |
| PAY | 0.0524 | 5.2550 | 0.0000 |
| CG | 0.1988 | 1.4477 | 0.1481 |
| ZF | 0.1230 | 2.7429 | 0.0062 |
| （ZO） | 0.0822 | 1.9366 | 0.0811 | 0.1737 | 1.8922 | 0.0000 |
| 总资产收益率 | C | -0.2063 | -5.7673 | 0.0000 | 0.1951 | 2.0356 | 0.0000 |
| PAY | 0.0168 | 6.9819 | 0.0000 |
| CG | 0.0585 | 1.4983 | 0.1344 |
| ZF | 0.0517 | 4.2819 | 0.0000 |
| (ZO) | 0.0561 | 1.6113 | 0.3845 | 0.2820 | 2.0609 | 0.0000 |

30

表4-9: 2 009-2013年全样本稳健性检验回归结果2

| 年度 | 被解释变  量 | 解释变  量 | 系数 | T 统计量 | P 值 | 调整后 R2 | D-W 值 | F 检验 P |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 2009 | 主营业务利润率 | C | -0.0785 | -0.6359 | 0.5251 | 0.1921 | 2.0930 | 0.0000 |
| PAY | 0.0573 | 7.1095 | 0.0000 |
| CG | 0.0919 | 0.8724 | 0.3833 |
| ZF | 0.1577 | 4.0679 | 0.0001 |
| (ZO) | 0.0722 | 1.5467 | 0.1642 | 0.1854 | 2.2943 | 0.0000 |
| 总资产收益率 | C | -0.3332 | -7.3961 | 0.0000 | 0.2080 | 2.0187 | 0.0000 |
| PAY | 0.0254 | 8.2713 | 0.0000 |
| CG | -0.0588 | -1.2832 | 0.1998 |
| ZF | 0.0770 | 4.7234 | 0.0000 |
| (ZO) | 0.0654 | 2.5547 | 0.2755 | 0.2633 | 1.6132 | 0.0000 |
| 2010 | 主营业务利润率 | C | 0.1171 | 1.0787 | 0.2811 | 0.2087 | 2.1109 | 0.0000 |
| PAY | 0.0383 | 5.4092 | 0.0000 |
| CG | 0.0860 | 0.8486 | 0.3964 |
| ZF | 0.0895 | 2.6310 | 0.0087 |
| (ZO) | 0.0265 | 0.8350 | 0.2906 | 0.2573 | 2.3335 | 0.0000 |
| 总资产收益率 | C | -0.2024 | -7.2496 | 0.0000 | 0.2898 | 2.0743 | 0.0000 |
| PAY | 0.0176 | 9.2761 | 0.0000 |
| CG | 0.0513 | 1.6529 | 0.0988 |
| ZF | 0.0584 | 5.8397 | 0.0000 |
| (ZO) | 0.0274 | 2.8546 | 0.2089 | 0.3356 | 2.2475 | 0.0000 |
| 2011 | 主营业务利润率 | C | 0.0064 | 0.0580 | 0.9538 | 0.2111 | 2.0276 | 0.0000 |
| PAY | 0.0388 | 5.1541 | 0.0000 |
| CG | 0.0513 | 0.5010 | 0.6165 |
| ZF | 0.0734 | 2.1468 | 0.0321 |
| （ZO） | 0.0431 | 0.7546 | 0.4745 | 0.2388 | 2.1781 | 0.0000 |
| 总资产收益率 | C | -0.2144 | -6.4265 | 0.0000 | 0.2512 | 2.0146 | 0.0000 |
| PAY | 0.0188 | 8.3076 | 0.0000 |
| CG | 0.0136 | 0.3789 | 0.7048 |
| ZF | 0.0504 | 4.4182 | 0.0000 |
| （ZO） | 0.0653 | 2.4359 | 0.2040 | 0.3245 | 2.2836 | 0.0000 |
| 2012 | 主营业务利润率 | C | 0.0018 | 0.0153 | 0.9878 | 0.1814 | 1.9957 | 0.0000 |
| PAY | 0.0458 | 5.3903 | 0.0000 |
| CG | 0.0953 | 0.8989 | 0.3690 |
| ZF | 0.1031 | 2.7844 | 0.0055 |
| （ZO） | 0.0563 | 1.3127 | 0.1744 | 0.2526 | 1.8989 | 0.0000 |
| 总资产收益率 | C | -0.1874 | -6.1282 | 0.0000 | 0.2389 | 2.0736 | 0.0000 |
| PAY | 0.0162 | 7.8366 | 0.0000 |
| CG | 0.0083 | 0.2709 | 0.7866 |
| ZF | 0.0384 | 3.8099 | 0.0002 |
| （ZO） | 0.0257 | 1.9937 | 0.3740 | 0.2643 | 2.7254 | 0.0000 |
| 2013 | 主营业务利润率 | C | -0.0973 | -0.6189 | 0.5362 | 0.1347 | 1.9952 | 0.0000 |
| PAY | 0.0577 | 5.2523 | 0.0000 |
| CG | 0.2041 | 1.4486 | 0.1479 |
| ZF | 0.1196 | 2.4206 | 0.0157 |
| （ZO） | 0.0257 | 1.1813 | 0.0557 | 0.1536 | 1.5567 | 0.0000 |
| 总资产收益率 | C | -0.2005 | -5.2682 | 0.0000 | 0.2027 | 2.0521 | 0.0000 |
| PAY | 0.0166 | 6.4931 | 0.0000 |
| CG | 0.0595 | 1.5390 | 0.1242 |
| ZF | 0.0454 | 3.5544 | 0.0004 |
| (ZO) | 0.0543 | 1.5044 | 0.2608 | 0.2920 | 1.6669 | 0.0000 |

31

表4 -10：股权激励样本稳健性检验

| 被解释变  量 | 解释变量 | 系数 | T 统计量 | P 值 | 调整后 R2 | D-W 值 | F 检验P  值 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| ROM | C | 0.6632 | 2.2165 | 0.0289 | 0.3408 | 1.5505 | 0.0000 |
| OPTION | 0.0868 | 2.7683 | 0.0067 |
| SIZE | -0.0106 | -0.7616 | 0.4481 |
| LEV | -0.3215 | -4.0229 | 0.0001 |
| ROA | C | 0.0671 | 5.5286 | 0.0000 | 0.3209 | 1.9120 | 0.0000 |
| OPTION | 0.0250 | 3.0164 | 0.0032 |
| LEV | -0.0685 | -3.4599 | 0.0008 |

32

# 5 研究结论与展望

本文通过对2009—2013年共826家沪深A股上市公司进行实证分析，经过初步研究，得出了高管激励（包括高管薪酬、管理层持股比例、股权激励）以及股权集中度对上市公司绩效影响的结论。本章节将系统分析实证研究结果，并提出对策建议。

## 5.1 研究结论

本文运用多元线性回归方程得到如下结论：

公司绩效与高管薪酬正向显著相关，从而验证了假设1：高管薪酬对公司绩效有正向显著影响；

公司绩效与管理层持股比例呈正相关，未达到显著水平，但与股权激励正向显著相关，部分验证了假设2：管理层持股比例与股权激励均对公司绩效有正向显著影响；

公司绩效与股权集中度呈正向相关，其中公司第一大股东持股比例对公司绩效有正向影响，但是未达到显著水平，公司前五大股东持股比例之和与公司绩效有正向显著相关，部分验证了假设3：股权集中度对公司绩效有正向显著影响；

### 5.1.1 公司绩效与高管薪酬、管理层持股比例、股权集中度相关性模型研究结论

① 公司绩效与高管薪酬

公司绩效与高管薪酬呈现正向显著关系，这表明高管薪酬越高，公司绩效越好，可以看出这几年高管的薪酬激励在我国的上市公司的应用还是比较成功的，故合理确定高管固定工资与绩效公司的比例，适当提高高管的年薪，能提高高管经营的积极性，有利于提升公司绩效。本文虽然未进一步确定对公司绩效产生正向显著影响的高管薪酬的合理范围，但是可以认为对于国有企业而言，如果政府未能把握好高管薪酬对公司绩效产生正向影响和无影响的边界点，而盲目出台

“限薪令”，则不能从根本上去根治薪酬体制的顽疾，此时的“限薪令”不会对国有企业的运营与治理体制进行根本性改变，不会提高国有企业管理层的劳动积极性，达不到预期的效果。

② 公司绩效与管理层持股比例

公司绩效与管理层持股比例呈现正相关但是并不显著，这表明没有明显证据表明公司董事会用分发股权，利益捆绑的措施来激励管理层能起到一定的效果。激励相容理论、信号传递理论和人力资本理论的作用未能得到充分显现。这可能是因为当管理层持有一定的股权时，会产生一定的“防御”效应，当管理层拥有

33

一定的股权时，会出于自己的利益而插手公司决策，影响其他股东的利益，管理层之间的“明争暗斗”可能会对公司绩效产生不利影响，这无助于公司绩效的提高。另外，也有可能是因为本文样本容量较大，未对上市公司进行分类，个别行业管理层持股比例对公司绩效影响的效应未充分得到显现，因而弱化了实证结果的显著性。

③ 公司绩效与股权集中度

本文研究发现公司绩效与股权集中度（股权集中度用公司第一大股东持股比例和公司前五大持股比例之和两个指标表示）呈正向相关，其中公司前五大股东持股比例之和对公司绩效影响显著，而公司第一大股东持股比例对公司绩效影响不显著，从而可知公司前五大股东持股比例之和与第一大股东持股比例对公司绩效的影响的显著性不同。有效激励理论、有效监督理论和代理竞争机制理论仅在公司前五大股东持股比例之和对公司绩效的影响得到验证，这表明当股权分布在前几位股东时要比“一股独大”更有利于公司决策，从而更有利于提高公司绩效，这可能是由于一股独大，公司决策往往取决于一人，公司在治理结构和人事安排上过度控制，从而会缺乏市场竞争择优机制，这不利于公司绩效的提高。但是上市公司“一股独大”的现象也不能被完全否定，因为本文未发现公司第一大股东持股比例与公司绩效呈现负相关。

### 5.1.2 公司绩效与股权激励相关性模型研究结论

公司绩效与股权激励呈正向显著相关。在研究公司绩效与管理层持股比例时，只发现公司绩效与管理层持股比例正相关，并未发现二者的显著性，但在单独研究股权激励对公司绩效影响时，发现两者之间具有明显的显著性，这表明实施股权激励，给予管理层一定“激励信号”，使管理层获得利益期待，有助于提高其工作积极向，促使公司绩效提高。

### 5.1.3 管理层持股比例与股权激励对公司绩效影响显著性差异分析 本文在研究管理层持股比例和股权激励对公司绩效的影响时，得出了两者对

公司绩效影响显著性不同的结论，这是因为管理层持股比例与股权激励并不完全

等价（假定能够排除样本选取以及研究方法的不同而导致研究结果的差异），这是因为在我国，部分上市公司早期其管理层已经是股权持有人（如早期推行的内部职工持股制度等），而现在在很多实施股权激励的公司，大多采用的股权激励为股票期权和限制性股票的模式，股票期权为管理层获得认购股票的权利，是股东对管理层未来权利的一种期许，而这种期许的实现往往是以管理层必须完成一定目标为条件的。而限制性股票为管理层只有获得完成特定的目标时，其才能抛

34

售限制性股票并且获得利益。从而可知，管理层持股比例作为一种激励措施仅仅是一种“利益捆绑”行为，而股权激励不仅仅是“利益捆绑”行为，还是一种“激励信号”传递的行为。而从本文研究的结论可知，这种未完全得到的利益更能调动管理层地积极性。因此二者在实证分析时产生了显著性不同的现象。

## 5.2 对策与建议

### 5.2.1 关于高管薪酬激励的对策建议

本文研究发现高管薪酬与公司绩效有显著的正相关性。所以提高高管薪酬，建立薪酬与绩效的挂钩机制，有助于公司绩效的提高，这尤其对薪酬和业绩的关联度不明显的国有企业来说非常重要。本文虽然未对国有企业单独进行研究，但是相比较民营企业，我国经济环境的特殊性导致国有企业往往处于有利竞争地位，特别是在电力、通讯、供水、铁路运输等垄断行业，国企往往完全占有市场。由于国企地位的特殊性，其管理层取得的薪酬不仅仅靠劳动获得，他们往往也会运用手中的权利谋取私利，再加上国企员工在职消费，隐性收入相比较民营企业来说更为严重，故他们的薪酬往往不会与公司绩效挂钩，甚至于自己的能力与劳动多少都关系不大，这种情况的出现不符合我国社会主义“多劳多得，少劳少得”的经济制度，同时也降低了上市公司薪酬激励的作用，打击了其他劳动人民的积极性，影响了经济发展的效率和公平。所以必须改变国有企业的现行薪酬制度，建立高管薪酬与公司绩效的挂钩机制。

另外，要建立有效的绩效薪酬制度。由于数据资源获取限制，本文中的薪酬指上市公司高管的年薪，即业绩薪酬，业绩薪酬是对公司高管过去业绩完成的认可，鼓励公司高管继续提高工作效率和工作质量。为了更好地让高管薪酬对企业绩效起到激励作用，企业还应该建立绩效薪酬制度，绩效薪酬是对公司高管人员在未来某一时刻达到某种业绩后的报酬期许，故绩效薪酬发生在绩效提高之前，这种收入的多少直接取决于完成工作多少的奖励机制可能会在起到激励效果方面更加显著。

另外，公司还应该适当扩大高管的薪酬差距，薪酬差距的不等不仅导致了高管收入的不平等，还会造成高管心里的不平等。处于公司高层的高管往往比普通员工更会在意这种心里的不平，从而他们会更加努力工作，以期待获得心里的公平，这有助于公司绩效水平的提高。但是，公司股东也应防止高管间薪酬差距过大，高管的收入的基础首先取决于自己的劳动，仅仅取决于劳动量的收入有可能会导致收入差距过大，公司股东在决定高管收入时也应考虑高管的工作年限、对公司的忠诚度等非绩效因素，对高管收入进行人为调节，这样才不会导致高管薪酬因薪酬差距太大而产生抵触情绪，而高管一旦有抵触情绪，将会对公司发展不

35

利。因此，上市公司必须把握好高管间薪酬水平的差距程度。

### 5.2.2 关于管理层持股比例和股权激励的对策建议

上市公司应该充分认识到“高管激励”不仅是“薪酬激励”，也是“股权激励”，实际上有可能是“股权激励”比“薪酬激励”有更好的效果。

股权分置改革应该有序进行。股权分置改革能够促进上市公司股票流通和退出，这有利于形成公司控制资本市场的局面，流通的股票不仅能促进股权激励的实施，同时也能够形成对管理层的制约。

政府应主导改善股权激励的外部环境。政府部门应该减少对因期权费而亏损的上市公司的退市管制，这样可以使业绩差的公司也能有效实施股权激励。政府应该颁布具体的法律法规以使我国资本市场能够充分发挥职业经理人的作用，这样上市公司才能够有效地采用竞争的方法，选拔业务能力强，素质高的人才，以保证股权激励的有效实施。政府还应该促进形成有效的证券市场，使上市公司股价与公司绩效相关，使股权激励效果得以显现，促进股权激励真正发挥作用。

### 5.2.3 关于股权集中度的对策建议

本文的研究表明，当用公司前五大股东持股比例之和代表股权集中度时，则会发现股权集中度与公司绩效呈现正显著相关。由于欧美资本市场比较健全，他们存在有效的外部监管机制和完善的职业经理人市场，这样，股权分散的上市公司也能对公司进行有效的管理。而我国证券市场发展时间比较短，法律法规也不健全，资本市场和外部监督环境也未完善，故上市公司只有股权相对集中的时候，股东才能有效地监督管理层的行为。但是也应该注意，股权并非越集中越好，因为本文实证研究表明，公司第一大股东持股比例与公司绩效并非显著地关系。当上市公司股权高度集中时，公司大股东极有可能侵害中小股东的利益。因此，应该适当提高公司股权集中度，将股权集中度保持在一个合理的区间内，这样股东既有相对控股权，又不至于出现独断专行的局面。

## 5.3 不足与展望

本研究是在借鉴前人理论研究和研究经验的基础上，通过提出假设，确定公司绩效与高管激励、股权集中度的相关模型，然后采用实证方法检验进行的，尽管本文尽力按照科学的实证检验方法，但由于作者水平有限和研究资源的限制，本文还有许多不足之处，具体有：

① 样本选取有偏差。

本文以沪深上市公司A股为研究样本，为了能更客观地发现被解释变量和解

36

释变量的关系，本文样本数量选取较大，仅一年就多达826个，但同时也造成了样本数量的混杂，没有区分出如大公司与小公司，国有企业与民营企业等的差别，这有可能影响实证结果。另外，研究公司绩效与股权激励关系时，由于数据资源限制，实施股权激励的样本容量又太小，仅有46个，这有可能对实证结果造成影响。

② 模型指标选取的局限性。

本文在构建模型时，仅用托宾Q值，总资产收益率ROA，主营业务利润里ROM，代替公司绩效，具有一定片面性，事实是能反映公司绩效的指标很多，也很复杂，其中也包括了非财务指标，如公司名誉、市场占有率、产品服务质量等。另外，在控制变量的选取上，仅仅采用了公司规模，资产负债率、总资产周转率、净利润增长率、营业收入增长率五个指标，较为片面，事实上，影响公司绩效的解释变量很多，本文无法将其一一全部加入模型，而这些因素都有可能影响实证结果。

③ 解释变量的科学性存在一定问题。

首先对于高管薪酬，由于资源限制，本文只是选取业绩薪酬，而未包含奖金等绩效薪酬，业绩薪酬会起到激励作用，但是绩效薪酬的作用更加明显，如将绩效薪酬增加至高管薪酬则可能会使实证结果更加显著。对于股权集中度，本文在用公司第一大股东持股比例与公司前五大股东持股比例之和代表股权集中度研究其与公司绩效关系时，得出了显著性不同的结论，但未进一步对公司第一大股东持股比例为何对公司绩效不显著进行深入探讨。而事实是，虽然公司绩效不与公司第一大股东持股比例呈线性关系，但有可能与其有二次方或者三次方关系。所以本文得出结论为，对于目前发展并不成熟的中国证券市场而言，保持一定的股权集中程度，既能够减少合约签订与执行中的交易成本，又能够形成对管理层的有效监督，使得大股东有足够的动力与能力去监督代理人，从而提高上市公司的绩效。但并不能说股权越集中越好，事实上根据前人研究，当股权完全集中于一人时，尤其是当控股股东为国家时，第一大股东本身虚位，加之国有股不流通，股权集中会带来较强的侵权效应和损害创新效应。

④ 建立模型时，股权激励的时效性可能存在一定问题。

本文研究公司绩效与股权激励的相关关系时，公司绩效是宣布实施股权激励一年以后的公司绩效，而事实上，公司宣布实施股权激励后，多久才能产生最大效果，各个公司情况不同。

37

参考文献

[1] Coughlan AT, Schmidt RM．Executive compensation management turnover and firm performance; an empirical investigation[J]．Journal of Accounting and Economics,1985, (7):43—66．

[2] Havell, Holmstrom． The economics of earnings manipulation and managerial compensation[J]．Journal of Economics,1979, (10):118—125．

[3] Mcguire, Chiu, Elbering．Executive income, sales, and profits[J]．American Economic Review,1962, (51):753—761.

[4] Ciscell, Carroll．The determinants of executive salaries: An econometric survey [J]．Review of Economics and Statistics,1962, (1):7—13.

[5] Garwal A and Mandelker G．Managerial incentive and corporate investment and financing decision[J]．Journal of Finance,1990, (4): 823—837．

[6] Mejia L R．Decoupling of executive pay and firm performance: A behavioral perspective[J]．The Academy of Management, 2005，(2):135—158．

[7] Arman．Performance and top management incentives [J]．Journal of Political Economy,2005, (2):22—26．

[8] Baker, Jensen and Murphy. Compensation and In-centives: Practice vs Theory[M], Journal of Finance, 1988:593-616.

[9] Aggarwal R K, Samwich．The Other Side of The Tradeoff: The Impace of Risk on Executive Compensation[M]．Journal of Political Economy, 1999: 65-105.

[10] Henderson, A. D., Fredrickson, J. W. Top management coordination needs and the CEO pay gap: a competitive test of economic and behavioral views[J]. Academy of Management Journal, 2001,44 (1):96-117.

[11] Brick L, Palmon 0., Wald J. CEO Compensation, Director Compensation and Fi rm Performance: Evidence of Cronyism[J]．Journal of Corporate Finance,200 6, (12):403-423.

[12] Michael C．Jensen, William H．Meckling．Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and own-ership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976，(4):3-13.

[13] Randall Morck．Alternative Mechanisms for Corporate Control[J]．The American Economic Review,1989, (4):79－90．

[14] B．S．Barbaz, N．R． Hall＆J． M．Liebman．Antagonism of morphine analgesia by CCK－8－S does not extend to all assays nor all opiate analgesic

[J]．PEPTIDES,1988, (6):09－29．

38

[15] Michael C．Jensen, Kevin J．Murphy．CEO Incen-tives—It＇s Not How Much You Pay, But How[J]．Journal of Applied Corporate Finance, 2010，(1):64－76．

Michael C．Jensen, Kevin J．Murphy．Performance Pay and Top－Management Incentives[J]．The Journal of Political Economy,1990, (2):225－264．

[16] Rupert Merson．The Shortcomings of Stock Option Incentive Plan[J]．Directors

＆Boards,2010, (6):107．

[17] MCconnell, J, H. Servaes．Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value [J]．Journal of Financial Economics,1990,27(2):595-612.

[18] Demsetz, H, K. Lehn．The Structure of Corporate Ownership: Cause and Consequence [J]. Journal of Political Economy,1985, (95):1155-1177.

[19] Adolf Augustus Berle, Gardiner, gardiner coit means. The modern corporation and private property [M]. Transaction Publishers.1991.

[20] Jensen, M. C., Meckling, W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure [ J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3(4):305－360.

[21] Grossman, S. J, Hart, O. D. Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation[J]. The Bell Journal of Economics,1980,11(1): 42

－64.

[22] Shleifer Andrei, Robert Vishny．Lange shareholders and corporate control[J]．Journal of Political Economics,1994, (1):38-52.

[23] Demsetz H. The structure of ownership and the theory of the firm[J]. Journal of Law and Economics,1983, (26):375-390.

[24]陈志广．高级管理人员报酬的实证研究[J]．当代经济科学，2002, 24（5）:58－63．[25] 林晓婉.车宏生，朱敏，李娇.[中国上市公司经营者薪酬激励状况的三年比较研究](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=3&amp;CurRec=2&amp;recid&amp;FileName=GLXX200105003&amp;DbName=CJFD2001&amp;DbCode=CJFQ&amp;pr)

[J]．管理现代化，2001，（10）：14-17

[26]魏刚．高级管理层激励与上市公司经营绩效[J]．经济研究，2000，(3)：32—64．[27]宋莹．国企经理人薪酬激励制度研究[J]．现代管理科学，2006，(2)：27—32．[28] 柯萍．上市公司股权激励对公司经营绩效影响的实证研究[J]．金卡工程・经济与

法，2010，(5): 232－233．

[29]徐向艺，王俊韡，巩震．高管人员报酬激励与公司治理绩效研究——项基于深、沪A股上市公司的实证分析[J]．中国工业经济，2007，(2):94－100．

[30] 赵惠芳，刘曼，潘立生．股权激励对公司投资效率影响的实证分析[J]．财会月刊，2010，(6): 25－26．

[31] 李玲．管理层薪酬和持股激励效应的行业性差异分析——来自我国上市公司的实证

39

证据[J]．中央财经大学学报，2006，（4）:35－36．

[32] 游春．[股权激励、董事会、TMT团队与经营绩效——基于中国上市公司的实证分析](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=0&amp;CurRec=1&amp;recid&amp;FileName=ZWGD201009003&amp;DbName=CJFD2010&amp;DbCode=CJFQ&amp;pr)

[J]．管理评论，2010，(9)：25-29.

[33]徐莉萍，辛宇，陈工孟．股权集中度和股权制衡及其对公司经营绩效的影响[J]．经济研究，2007，（9）:90-100.

[34]刘国亮，王加胜．上市公司股权结构、激励制度及绩效的实证研究[J]．经济理论与经济管理，2005，（5）:40-43.

[35] 孙永祥，黄祖辉．上市公司的股权结构与绩效[J]．经济研究，1999，（12）：23-29. [36] 谌新民，刘善敏．上市公司经营者报酬结构性差异的实证研究[J]．经济研究，2003，

（8）：55-65.

[37]陈旭东，谷静．上市公司高管薪酬与企业绩效的相关性研究[J]．财会通讯，2008，(6):87-90.

[38] 方军雄．我国上市公司高管的薪酬存在粘性吗？[J]．经济研究，2009，（3）：110-125. [39] 李增泉．激励机制与企业绩效——基于上市公司的实证研究[J]．会计研究，2000，

（1）：24-31.

[40] 魏刚．高级管理层激励与上市公司经营绩效[J]．经济研究，2000，（3）：32-42. [41] 张俊瑞．赵进文和张建高级管理层激励与上市公司经营绩效相关性的实证分析[J]．会

计研究，2003，（9）：29-35.

[42] 朱德胜，岳丽君．管理者薪酬与企业绩效的相关性研究[J]．ft东财政学院学报，2004，

（5）：45-50.

[43] 金鑫．上市公司股权结构与公司治理[M]．北京中国金融出版社，2005，（4）.

[44] 王震．中国经营困境公司绩效、重组与公司治理研究[M]．北京经济科学出版社2005，

（3）.

[45] 李康．后股权分置时代的改革路径[J]．中国改革，2006，（10）：41-43.

[46] 姚明安、孔莹．股权集中度的适宜性与股权分置改革的对价[J]．南方经济，2009，

（8）：39-49.

[47]洪道麟，熊德华．中国上市公司多元化与企业绩效分析基于内生性的考察[J]．金融研究，2006，（11）：33-44.

[48] 李增泉．激励机制与企业绩效—一项基于上市公司的实证研究[J]．会计研究，2001，

（1）：24-31.

[49]李叶乔，章国荣．卢显旺，股权集中度、管理层持股对公司业绩影响[J]．市场论坛，2010，（1）：26-29.

[50] 杨英．我国上市公司管理层股权与公司业绩关系研究[J]．中国证券期货，2012，(2)：63-65.

40

[51] 张冬冬，卢新生．上市公司管理层持股和公司价值关系研究[J]．财会通讯，2011，(5)：64-68.

41

附 录：作者攻读硕士学位期间发表论文及科研情况

[1]上市公司财务结构与会计信息披露质量相关性的实证研究[J].消费导刊,2015，(5)。[2]我国离婚率与经济增长关系的实证分析[J].经贸实践,2016，（2）。

42

致谢

本论文是在我的导师杨波副教授的指导下完成的，导师在百忙之中对论文给予了认真地指导，在此谨向其致以衷心的感谢！

同时，我也想一并感谢我在经管学院求学期间所有对我有帮助的老师，他们教会我知识以及研究学问的方法。在论文的写作过程中，我也得到了许多同学的帮助，在此，我也要向他们表示感谢！由于我的学术水平有限，文中难免有不妥之处，敬请专家学者指正。

论文完成之时，也意味着我的三年研究生学习生活即将结束。在读研的过程中，我体会到了学术研究的艰辛，也从心里佩服那些在研究路上探索前进、坚持不懈的专家、学者们。在研究生期间，我有过遇到难题百思不得其解的苦恼，也有过完成论文并发表的喜悦。老师的帮助、同学和朋友的鼓励使我在研究道路能够坚定地走下去。

在重庆师范大学的三年学习即将结束，从最初的迷茫，到现在即将踏入社会的坚定与自信，期间学校与老师给与我的教育与指导，我将永远铭记在心。即将踏入社会的我对校园时光十分留恋，但我将怀揣着母校对我的期待踏踏实实做人，认认真真做事，不忘“厚德笃学，砺志创新”的校训！

43

独创性声明

本人声明所呈交的学位论文是本人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含他人已经发表或撰写过的研究成果，也不包含为获得重庆师范大学或其他教育机构的学位或证书而使用过的材料。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明。

学位论文作者签名：签字日期：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重庆师范大学有关保留、使用学位论文的规定，有权保留并向国家有关部门或机构送交论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅。本人授权重庆师范大学可以将学位论文的全部或部分内容编入有关数据库进行检索，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文。

学位论文作者签名：签字日期：年 月 日