

# 高管薪酬激励、产权性质与企业绩效

## ——基于股权集中度的调节效应

李 焯 严由亮

(贵州大学管理学院, 贵阳 550025)

〔摘要〕 本文以高管薪酬激励为视角, 将高管薪酬激励、股权集中度与企业绩效放在一个统一的分析框架下, 以产权性质为依据, 收集了2007~2015年国有企业与民营企业的面板数据, 分别实证检验了高管薪酬激励与企业绩效的关系, 以及股权集中度是否在其中发挥调节作用。研究发现: 高管薪酬激励对企业绩效有显著的促进作用, 并且国有企业中的促进作用要强于民营企业; 股权集中度在国有企业中对于高管薪酬激励与企业绩效之间的关系有显著的负向调节作用, 而在民营企业中不存在显著调节作用。

〔关键词〕 高管薪酬激励 股权集中度 企业绩效 产权性质 回归分析

DOI: 10.3969/j.issn.1004-910X.2017.09.012

〔中图分类号〕 F270.7 〔文献标识码〕 A

### 引 言

高管是企业发展过程中的中坚力量, 能否有效发挥管理能力对于企业绩效有着举足轻重的作用。围绕高管设计出科学合理的薪酬契约, 对高管进行有效激励, 调动其工作热情, 提升高管工作的主动性与创造性, 为企业创造更大的效益, 这是现代企业公司治理中亟待解决的重点与难点问题。而股权集中度是公司股权结构的重要组成部分, 股权集中度的变化将意味着公司的管理权力在控股股东或者大股东与高管之间重新分配, 在股权集中度高度集中和相对分散的情形下, 高管能够真正掌握的管理决策权是有所区别的, 股权集中度在高管薪酬激励提升企业绩效的过程中有重要影响。国有企业与民营企业在发展中在经济社会中扮演的角色有所区别, 国有企业更加注重社会目标, 在一定程度上上承担着社会任务, 比如保障就业率、维持经济稳定发展等, 同样的薪酬制度分别在国有企业和民营企业中产生的激励效果是有所区别。国内外关于高管薪酬激励对企业绩效影响的研究主要集中在两者之间的简单关系层面上, 而不同产权性质下高管薪酬激励与

企业绩效之间的影响机理有待于进一步挖掘与探索。

鉴于此, 本文收集了2007~2015年深沪两市共1147家国有企业与民营企业的相关数据, 在考虑不同产权性质后, 将高管薪酬激励、股权集中度、企业绩效放在一个统一的分析框架下, 实证检验了不同产权性质下高管薪酬激励效应, 以及股权集中度是否有调节作用, 旨在为中国上市公司的高管薪酬激励提供有益参考, 促进企业绩效地提升。

### 1 理论分析与研究假设

#### 1.1 高管薪酬激励与企业绩效

关于高管薪酬激励与企业绩效相关研究, Jensen 与 Meckling (1976) 提出最有契约理论也认为设计出科学合理薪酬制度, 能够极大地激发高管的工作热情, 促进企业经营业绩地改善<sup>[2]</sup>。Mehran (1995) 从企业绩效提升的角度出发, 提出了公司 CEO 所获得的报酬是激励其提升企业绩效的重要动力源<sup>[3]</sup>。周仁俊等 (2010) 研究发现对企业管理层进行激励能够显著地提高企业的绩效, 并且提出在非国有控股的企业中管理层的

收稿日期: 2017-06-01

基金项目: 贵州省软科学重点研究项目“贵州省创新创业环境评价及改进对策研究”(项目编号: 黔科合 R 字 [2015]2004 号); 贵州大学研究生创新基金(项目编号: 校研人文 2017050)。

作者简介: 李焯, 博士, 贵州大学管理学院院长, 教授。研究方向: 企业管理、创新管理。严由亮, 通讯作者, 贵州大学管理学院硕士研究生。研究方向: 公司治理与财务管理。

激励效果更好<sup>[4]</sup>。杨青和黄彤等(2010)在发现CEO的薪酬激励对企业绩效存在正向影响的基础上,进一步提出这种激励还存在激励后效,还会影响企业下一期的绩效<sup>[5]</sup>。刘绍妮和万大艳(2013)从不同产权的视角下研究了高管薪酬和企业绩效间的关系,得出它们之间存在显著的正相关,并且在持股比例提高的情况下,国有企业中高管薪酬的激励效应会下降<sup>[6]</sup>。徐宁和吴创(2015)以中小型民营企业为样本研究得出高管薪酬激励能够在一定程度上显著地促进企业开展技术创新活动,提升企业创新能力以增强经营绩效<sup>[7]</sup>。王爱国和徐向真(2015)用2010~2012年央企的相关数据研究出高管的薪酬和企业业绩显著正相关,但是高管薪酬的差距和企业业绩间负相关的关系并不显著<sup>[8]</sup>。刘追和刘孟(2017)用创业板上市公司的面板数据实证发现高管薪酬激励能够提升创业型的企业成长能力,改善其经营水平和绩效<sup>[9]</sup>。现有文献基本都支持高管薪酬激励能够促进企业绩效的提升,而我们知道,民营企业的高管利益与企业的经营成果联系更为紧密,从其经营企业的驱动因素出发,民营企业高管更多的是从自身角度出发,以经营企业来实现自我价值的动力更足,提升企业绩效的自身驱动因素要高于国有企业高管,所以,单从高管薪酬来说,对民营企业高管的激励效果要低于国有企业。基于以上分析,本文提出如下假设:

H1: 在其他条件不变的情况下,高管薪酬激励与企业绩效呈现显著的正相关关系。相对于民营企业,在国有企业中高管薪酬激励对企业绩效提升作用更强。

## 1.2 股权集中度在高管薪酬激励与企业绩效中的影响

关于高管薪酬激励对于企业绩效的影响,我们不能孤立起来看二者之间的关系,高管薪酬激励是公司治理中的一个子系统,我们需要在统一的分析框架下来考察高管薪酬激励对企业绩效的影响是否受到公司治理中其他因素的影响。余明桂等(2004)指出中国的上市公司的股权结构与西方有显著差异,中国的上市公司股权在相对集中时,控股股东的权利较大,尝试利

用自己手中的权力影响公司的决策,与高管合谋为自己谋取私利,侵害中小股东利益,中国上市公司主要面对的是这种第2类代理问题,而不是传统的所有者与经营者之间的代理问题<sup>[10]</sup>。Shleifer和Vishny(1997)指出在股权高度集中的时候,大股东会利用其掌握的控制权掏空上市公司<sup>[11]</sup>。所以,股权集中势必会进一步激发企业中的第2类代理冲突,控股股东手中的权力增大,使其能够更好利用手中权力为自己谋取利益,影响企业决策,与高管合谋现象更加严重,从而损害公司利益,阻碍企业绩效提升,股权集中导致的控股股东与高管之间的合谋行为在一定程度上会削弱高管薪酬激励对于企业绩效的提升作用,即股权集中度会负向调节高管薪酬激励和企业绩效间的关系。从产权性质来看,股权集中度对高管薪酬激励效果的影响是不同的。国有企业一定程度地承担着社会性的职能,而民营企业大股东的利益与企业的利益联系更为紧密,随着股权集中,大股东“掏空”上市公司动机并不会很强烈,另外,民营企业高管与企业利益更加协同一致,更加注重自身价值地实现,损害企业利益谋求自身利益的倾向要小于国有企业高管,股权集中在民营企业中并不能显著促使“合谋”现象地增加。在国有企业中,股权集中度增大,大股东权利提升,导致企业高管在企业经营决策方面的主动权会减少,从而弱化了薪酬契约对高管的激励水平,抑制高管薪酬激励对于企业绩效的提升作用。基于以上分析,本文提出如下假设:

H2: 其他条件不变的情况下,在国有企业中,股权集中度对高管薪酬激励与企业绩效之间的关系有显著的负向调节作用,而在民营企业中这种调节作用并不显著。

## 2 研究设计

### 2.1 样本选择与数据来源

本文研究样本来自于2007~2015年的深沪两市非金融上市公司,之后逐步剔除ST类公司、被停止上市的公司以及数据缺失的公司,得到国有企业761家,民营企业386家,共8777个有效观测样本的面板数据。考虑到研究过程中的极端值影响,本文对所有的连续变量进行了相应的

缩尾处理 (Winsorize)。本文的数据来源于国泰安数据库, 数据处理由 Stata14.0 完成。

## 2.2 变量设计

### 2.2.1 因变量

关于企业绩效的测度, 国外的研究者经常选用托宾 Q 值来进行衡量, 但是因为中国上市公司的股价与真实价值的偏离情况较为严重, 所以本文不选取托宾 Q 值来对企业绩效进行衡量。本文选用总资产收益率 (ROA) 作为企业绩效的衡量指标, 并对净资产收益率 (ROE) 进行稳健性检验。

### 2.2.2 自变量

关于高管薪酬激励, Smith 和 Watts (1982) 将高管薪酬分为两类, 分别是高管的奖金或者津贴等形式存在的货币薪酬以及以股票期权或者限制性股票形式即股权激励产生的薪酬<sup>[12]</sup>。张兴亮 (2014) 在他们的基础上增加了一种债务类薪酬, 即企业在支付养老金计划或者递延薪酬时, 高管实际上扮演着债权人的角色, 而企业作为债务人需要向高管支付薪酬<sup>[13]</sup>。所以广义上的高管薪酬激励包含着 3 种形式, 即货币薪酬激励、股权激励以及债务类薪酬激励。本文采用目前绝大多数研究所选用的货币薪酬激励也即绝对薪酬激励来

展开研究。本文选用公司年末披露的前 3 名高管薪酬总额的自然对数来衡量高管薪酬激励强度, 其值越大, 薪酬激励水平越高。

### 2.2.3 调节变量

股权集中度是用于量化由于公司股东的持股比例差别而表现为股权结构的集中或者分散的指标。参考以往学者相关研究<sup>[14]</sup>, 本文选用公司持股比例排名前 5 位股东的持股比例之和来衡量股权集中度。

### 2.2.4 控制变量

根据以往的研究文献, 本文控制了公司规模、财务杠杆、企业成长能力、总资产周转率、股权激励、股权制衡度、董事会规模与独立董事比例, 以及总经理与董事长是否两职合一可能会对企业绩效产生的影响。特别地, 本文还对企业所在的行业以及企业存在年份的影响进行了控制, 依据中国证监会在 2012 年颁发的《上市公司行业分类指引》, 依据国有企业样本数据涉及了 17 个行业门类, 民营企业的样本数据涉及了 16 个行业门类, 在用两类样本进行回归分析中分别定义了 16 个和 15 个行业虚拟变量; 另外本文根据 9 个研究年度设置了 8 个年度虚拟变量。

变量的具体符号与定义如表 1 所示。

表 1 变量设计

变量名称	符号	变量定义与计算方式
企业绩效	ROA	扣除非经常性损益的净利润与期末总资产的比值
薪酬激励强度	SI	公司年末披露前三位高管薪酬总额对数
股权集中度	CR	公司前五位大股东持股比例之和
公司规模	Lnassert	总资产的自然对数
财务杠杆	Lev	期末负债总额与资产总额比值
成长能力	Growth	主营业务收入增长率
总资产周转率	Cashflow	经营活动现金流量净额与年末总资产比值
股权激励	EI	高管持股数量与公司总股份的比值
股权制衡度	Z	公司第一大股东与第二大股东比例的比值
董事会规模	BS	董事会总人数
独立董事	IB	独立董事人数与董事会人数比值
两职合一	Dual	董事长与总经理是否兼任, 兼任为“0”, 否则设为“1”
行业效应	Ind	以证监会的行业分类标准分别设置行业虚拟变量
年度效应	Year	9 个研究年度设置 8 个年度虚拟变量

## 2.3 研究模型

以 2007~2015 年的面板数据, 本文运用多元

回归分析和 Hausman 检验来对参数进行估计。建立如下模型:

$$ROA = a + b_1 SI_{i,t} + b_2 CR_{i,t} + b_3 Lnassert_{i,t} + b_4 Lev_{i,t} + b_5 Growth_{i,t} + b_6 Cashflow_{i,t} + b_7 EI_{i,t} + b_8 Z_{i,t} + b_9 BS_{i,t} + b_{10} IB_{i,t} + b_{11} Dual_{i,t} + e_{i,t}$$

加入交互项作为调节变量后, 模型如下:

$$ROA = a + b_1 SI_{i,t} + b_2 CR_{i,t} + b_3 SI_{i,t} \times CR_{i,t} + b_4 Lnassert_{i,t} + b_5 Lev_{i,t} + b_6 Growth_{i,t} + b_7 Cashflow_{i,t} + b_8 EI_{i,t} + b_9 Z_{i,t} + b_{10} BS_{i,t} + b_{11} IB_{i,t} + b_{12} Dual_{i,t} + e_{i,t}$$

在上述模型中,  $i$  表示横截面的个体,  $t$  表示时间,  $a$  表示截距项,  $b_i (i = 1, 2, \dots)$  表示回归系数,  $e_{i,t}$  表示随机干扰项。

### 3 实证研究结果分析

#### 3.1 主要变量描述性统计

表2给出了2007~2015年国有企业与民营企业的样本数据主要变量描述性的统计结果。由表2可知, 国有企业的企业绩效均值(0.0318)要低于民营企业的企业绩效均值(0.0343), 而国

有企业的薪酬激励水平均值(14.0238)要高于民营企业(13.8525), 在产权性质不同的企业中企业绩效不同, 高管薪酬激励水平也有所差别, 国有企业拥有更高的高管薪酬激励水平却呈现出了更低的企业绩效, 所以有必要在不同产权性质下来讨论高管薪酬激励对于企业绩效的影响。国有企业股权集中度均值要高于民营企业的股权集中度均值, 这说明在中国上市公司中, 国有企业股权的集中程度要强于民营企业, 股权集中度的情况不同可能会对高管薪酬激励与企业绩效之间的关系起到不一致的调节效应, 有必要分为不同产权性质下企业来进一步研究分析股权集中的调节作用。其他控制变量的均值在国有企业与民营企业间都存在一定的差异, 这说明我们将样本数据分为国有企业与民营企业分别展开研究是较为合理的做法。

表2 主要变量描述性统计表

变量		观察值	平均值	中位数	标准差
ROA	国有	5704	0.0318	0.0288	0.0632
	民营	3073	0.0343	0.0299	0.0654
SI	国有	5704	14.0238	14.0483	0.7356
	民营	3073	13.8525	13.8290	0.8791
CR	国有	5704	50.8668	50.7750	15.2116
	民营	3073	44.3305	43.5300	14.5819
Lnassert	国有	5704	22.3310	22.1837	1.2912
	民营	3073	21.6147	21.6197	1.2278
Lev	国有	5704	0.5307	0.5414	0.1944
	民营	3073	0.4958	0.4984	0.2013
Cafhflow	国有	5704	0.0470	0.0456	0.0794
	民营	3073	0.0396	0.0394	0.0988
EI	国有	5704	0.0005	0.0000	0.0044
	民营	3073	0.0157	0.0000	0.0543
Growth	国有	5704	0.4030	0.0993	1.1423
	民营	3073	0.8527	0.1348	2.8039
Z	国有	5704	21.0494	9.1559	30.5775
	民营	3073	11.4166	4.3722	16.6842
BS	国有	5704	9.3927	9.0000	1.8850
	民营	3073	8.6593	9.0000	1.6625
IB	国有	5704	0.3646	0.3333	0.0519
	民营	3073	0.3681	0.3333	0.0512
Dual	国有	5704	0.9034	1.0000	0.2954
	民营	3073	0.7712	1.0000	0.4201

### 3.2 面板数据结果分析

表3列示的是在国有企业和民营企业中高管薪酬激励与企业绩效之间的实证分析结果。模型1~2是国有企业的样本数据回归结果,模型3~4为民营企业的样本数据回归结果,因变量都是企业绩效,其中模型1与模型3未加入高管薪酬激励自变量,模型2与模型4加入了该变量。4个模型都经过Huasman后,模型1~3的P值都为0,模型4的P值为0.002,这说明在这4个模型中随机效应模型要求的解释变量和个体效应不相关的基本假设无法满足,所以本文最终都选择了固

定效应模型。通过F检验后,4个模型的显著性水平都为0,说明4个模型具有整体有效性。在模型1~2中,加入了高管薪酬激励变量后,高管薪酬激励的系数0.02191在1%的水平上显著为正,并且R-squared由0.1709增长为0.1875,模型的解释力度增强了,所以在国有企业中高管薪酬激励和企业绩效有显著正相关的关系,增强高管的薪酬激励水平能够促进企业绩效地提升。在模型3~4中,加入了高管薪酬激励变量后,高管薪酬激励的系数0.0089在1%的水平上显著为正,并且R-squared由0.1633增长为0.1646,模型的

表3 上市公司高管薪酬激励分析

变量	国有企业		民营企业	
	模型1	模型2	模型3	模型4
SI		0.02191*** (-10.05)		0.00890*** (-3.61)
CR	0.00040*** (-2.97)	0.00039*** (-2.97)	0.00122*** (-9.23)	0.00118*** (-8.94)
Lnassert	0.01549*** (-7.08)	0.01101*** (-4.97)	0.00790*** (-3.81)	0.00536** (-2.46)
Lev	-0.18477*** (-23.09)	-0.17416*** (-21.76)	-0.11808*** (-13.83)	-0.11657*** (-13.68)
Cashflow	0.12714*** (-12.07)	0.12566*** (-12.03)	0.08308*** (-7.74)	0.07943*** (-7.39)
EI	0.06786 (-0.36)	0.03725 (-0.2)	0.07744** (-2.36)	0.07113** (-2.17)
Growth	0.00457*** (-5.76)	0.00477*** (-6.07)	0.00115*** (-2.83)	0.00128*** (-3.14)
Z	-0.00005 (-1.43)	-0.00003 (-0.97)	-0.00002 (-0.22)	-0.00001 (-0.17)
BS	-0.00239*** (-2.85)	-0.00254*** (-3.05)	-0.00026 (-0.23)	-0.00036 (-0.32)
IB	0.00446 (-0.21)	0.00094 (-0.04)	-0.00524 (-0.18)	-0.01066 (-0.36)
Dual	0 (-0.00)	-0.00093 (-0.28)	-0.00038 (-0.11)	-0.00022 (-0.07)
_cons	-0.25133*** (-5.20)	-0.46425*** (-8.80)	-0.13466*** (-2.92)	-0.20178*** (-4.04)
R-squared	0.1709	0.1875	0.1633	0.1646
F 检验	F=30.02 P=0.0000	F=32.63 P=0.0000	F=15.7 P=0.0000	F=15.37 P=0.0000
Hausman 检验	Chi2= 215.73 P=0.0000	Chi2= 211.21 P=0.0000	Chi2= 74.66 P=0.0000	Chi2=62.62 P=0.0020

注: \*\*\*, \*\*, \* 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平, 括号内为 T 值。

解释力度增强了,所以在民营企业中高管薪酬激励和企业绩效也是显著正相关的关系,增强高管的薪酬激励水平能够提高企业绩效。因此,高管薪酬激励无论在国有企业还是民营企业中,都有助于提升企业绩效。对比模型2与模型4,发现在国有企业中高管薪酬激励的系数(0.02191)要高于在民营企业中的系数(0.0089),这说明高管薪酬激励对企业绩效的提升作用在国有企业要强于民营企业,国有企业中高管对于薪酬激励的反应程度要强于民营企业,实施薪酬激励在国有企业中能够产生更强的效果,假设H1得到了验证。这主要是因为,在民营企业中,高管的利益与企业利益联系相对于国有企业来说更为紧密,并且民营企业高管更加注重自身价值的实现,有更多从自身利益的角度去提升企业绩效的动力,所以相对来说,通过薪酬激励产生的激励效果会比国有企业高管更低。在控制变量方面,4个模型中的公司规模、总资产周转率、成长能力都与企业绩效有着显著的正相关关系,财务杠杆和企业绩效有着显著的负相关关系。然而在股权激励方面,股权激励与企业绩效的相关系数都为正,但是在国有企业中正相关关系不显著,这可能是因为国有企业对高管持股管制相较于民营企业更为严格,导致股权激励不能显著地发挥促进企业绩效提升的作用,所以相关系数在国有企业中不显著;董事会规模与企业绩效都是负相关关系,这种负相关关系在民营企业中并不显著,这可能是因为,在国有企业中董事会规模过大、降低企业管理决策效率的现象要比民营企业更为严重。

表4是检验股权集中度的调节效应实证分析结果。在模型2与模型4的基础上,加入了高管薪酬激励与股权集中度的交乘项( $SI_{i,t} \times CR_{i,t}$ )作为解释变量,分别针对国有企业和民营企业的样本数据做了Huasman检验,显著性水平为0与0.0013,所以选择了固定效应模型,两个模型的F检验显著性水平为0,所以模型整体有效。由表4可知,在国有企业中,高管薪酬激励与股权集中度的交乘项在1%的水平上显著为负,同时高管薪酬激励的系数0.04445在1%的水平上显著,R-squared 相较模型2也提高了0.0028,

模型解释力度得到提升,所以股权集中度在高管薪酬激励与企业绩效的关系中有着负向调节的作用,即:高管薪酬激励水平越高,企业绩效越好,并且随着股权集中度地提升,高管薪酬激励对企业绩效的正向促进作用会被削弱。主要原因是随着股权的集中:(1)会使控股股东权利增大,导致与高管合谋现象增多;(2)大股东权利的增加就会相对削弱高管的管理决策权,高管在管理中的自主性会降低,薪酬带来的激励效果会受到抑制。而在民营企业中,加入高管薪酬激励与股权集中度的交乘项后,高管薪酬激励以及交乘

表4 股权集中度对高管薪酬激励与企业绩效的调节效应

变量	国有企业	民营企业
SI	0.04445*** (7.57)	0.00817 (1.46)
SI*CR	-0.00044*** (-4.13)	0.00002 (0.14)
CR	0.00649*** (4.38)	0.00097 (0.66)
Lnasset	0.01115*** (5.04)	0.00533** (2.43)
Lev	-0.17253*** (-21.57)	-0.11663*** (-13.67)
Cashflow	0.12697*** (12.17)	0.07943*** (7.39)
EI	0.02169 (0.12)	0.07097** (2.16)
Growth	0.00467*** (5.96)	0.00129*** (3.14)
Z	-0.00003 (-1.01)	-0.00001 (-0.17)
BS	-0.00246*** (-2.97)	-0.00036 (-0.32)
IB	0.00214 (0.10)	-0.01063 (-0.36)
Dual	-0.00076 (-0.23)	-0.00020 (-0.06)
_cons	-0.78306*** (-8.39)	-0.19093** (-2.12)
R-squared	0.1903	0.1646
F 检验	F=32.30 P=0.0000	F=14.93 P=0.0000
Hausman 检验	Chi2=258.59 P=0.0000	Chi2=64.12 P=0.0013

注:同表3。

项都不显著,说明在民营企业中股权集中度对高管薪酬激励与企业绩效并不存在调节作用。这主要是由于民营企业高管与企业价值联系紧密,与控股股东合谋“掏空”上市公司的动机并不强烈,股权集中并不会导致“掏空”行为的增加,股权集中度的调节效应在民营企业中并不显著。所以,假设 H2 得到验证。

### 3.3 稳健性检验

为了论证研究结论的可靠性,本文进一步用净资产收益率作为企业绩效的操作变量进行稳健性检验,回归结果如表 5 所示。模型经过

表 5 股权集中度对高管薪酬激励与企业绩效的调节效应

变量	国有企业	民营企业
SI	0.09536*** (4.92)	0.01285 (1.04)
SI*CR	-0.00084** (-2.42)	0.00021 (0.90)
CR	0.01392*** (2.84)	-0.00042 (-0.13)
Lnassert	-0.00016 (-0.02)	-0.00012 (-0.02)
Lev	-0.21456*** (-8.12)	-0.07979*** (-4.22)
Cashflow	0.21326*** (6.19)	0.12182*** (5.12)
EI	0.59811 (0.96)	0.13157* (1.81)
Growth	0.00593** (2.29)	0.00314*** (3.46)
Z	-0.00011 (-0.99)	0.00008 (0.41)
BS	-0.00524* (-1.91)	0.00006 (0.02)
IB	-0.14771** (-2.09)	-0.02581 (-0.40)
Dual	-0.00280 (-0.26)	0.01092 (1.51)
_cons	-1.23157*** (-3.99)	-0.19262 (-0.97)
R-squared	0.0722	0.093
F 检验	F=10.69 P=0.0000	F=7.77 P=0.0000
Hausman 检验	Chi2=62.92 P=0.0018	Chi2= 71.18 P=0.0002

注:同表 3。

Huasman 检验后,都选择了固定效应模型,并且都通过了 F 检验,模型具有整体有效性。在国有企业中高管薪酬激励的系数 0.09536 在 1% 的水平上显著,高管薪酬激励与股权集中度的交乘项的系数 -0.00084 在 5% 的水平上显著,这说明股权集中度对高管薪酬激励促进企业绩效提升的影响有着负向调节的作用。而在民营企业中,高管薪酬激励以及高管薪酬激励与股权集中度的交乘项的系数都不显著,这说明股权集中度对于高管薪酬激励与企业绩效的关系没有调节作用。这与前文实证分析得到的结果保持一致,所以本文结论具有一定稳定性。

## 4 主要结论与展望

本文以高管薪酬激励对于企业绩效的影响作为切入点,收集了 2007~2015 年中国上市公司的面板数据,并且以产权性质为依据,分别实证检验了国有企业与民营企业中高管薪酬激励与企业绩效的关系,并且考虑到了股权集中在其中可能起到调节效用,将高管薪酬激励、股权集中度与企业绩效放在一个统一的分析框架下,实证检验了股权集中度是否起了调节作用。研究发现:

(1) 高管薪酬激励对企业绩效的提升有着促进作用,并且这种促进作用在国有企业中要强于民营企业。这说明高管薪酬激励是中国上市公司企业绩效提升的重要动力源,提高高管薪酬激励的水平,有助于改善企业经营水平,提高企业绩效,尤其是在国有企业中,高管薪酬激励将能够发挥更大的作用;(2) 股权集中度在国有企业中,对于高管薪酬激励促进企业绩效提升有显著的负向调节作用,这说明在国有企业中股权的集中不利于高管薪酬激励发挥效用,在一定程度上抑制了高管薪酬激励对于企业绩效的促进作用;而在民营企业中股权集中并不具有显著调节作用,并不能促进或者抑制高管薪酬激励对于企业绩效的影响。所以,在改善其经营水平、提升企业绩效过程中,应该注重高管薪酬激励的效用,针对企业自身状况设计出科学合理的薪酬制度,确保高管能够得到有效的激励。特别地,在国有企业中,企业还需要考虑到股权集中度在高管薪酬激励与企业绩效间的负向调节作用,为了提升企业绩效,

应该综合考虑高管薪酬激励与股权集中度的影响,做出合理权衡,以保证企业获得进一步发展。

本文考虑到不同产权性质企业的特点,将高管薪酬激励、股权集中度与企业绩效放在一个统一框架下来研究与探讨,实证检验了高管薪酬激励对企业绩效的影响,以及股权集中度的调节效应。但是高管薪酬激励对于企业绩效的作用受到很多复杂的因素影响,公司治理机制、外部的动态环境和政府政策等都可能在其中发挥一定的作用,考虑其他的调节变量以及中介传导机制是未来进一步更加深入开展研究的重点与方向。

#### 参 考 文 献

- [1] Jensen, M.C., Murphy, K.J. Performance Pay and Top Management Incentive [J]. Journal of Political Economy, 1990, 98 (2): 225 ~ 264.
- [2] Jensen M C, Meckling W H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownship Structure [J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3 (4): 305 ~ 360.
- [3] Mehran K J. Executive Ownership and Firm Performance [J]. Finance & Economy, 1995, 38 (2): 163 ~ 184.
- [4] 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.
- [5] 杨青, 黄彤, Steven TOMS, Besim Burcin YURTOGLU. 中国上市公司 CEO 薪酬存在激励后效吗? [J]. 金融研究, 2010, 01: 166 ~ 185.
- [6] 刘绍妮, 万大艳. 高管薪酬与公司绩效: 国有与非国有上市公司的实证比较研究 [J]. 中国软科学, 2013, 02: 90 ~ 101.
- [7] 徐宁, 吴创. 高管激励契约、技术创新动力与路径选择——来自民营中小上市公司的经验证据 [J]. 科技进步与对策, 2015, (04): 71 ~ 76.
- [8] 王爱国, 徐向真. 高管薪酬、在职消费、薪酬差距与企业绩效——来自 2010 ~ 2012 年沪深上市中央管理企业的经验数据 [J]. 财务研究, 2015, 02: 48 ~ 56.
- [9] 刘追, 刘孟. 高管薪酬激励、创业战略导向与创业型企业成长性关系研究 [J]. 工业技术经济, 2017, (04): 81 ~ 87.
- [10] 余明桂, 夏新平, 吴少凡. 公司治理研究新趋势——控股股东与小股东之间的代理问题 [J]. 外国经济与管理, 2004, 02: 28 ~ 32.
- [11] Shleifer A, Vishny R W. A Survey of Corporate Governance [J]. The Journal of Finance, 1997, 52 (2): 737 ~ 783.
- [12] Smith, C. W., Watts, R. L. Incentive and Tax Effects of Executive Compensation Plans [J]. Journal of Accounting and Economics, 1982, 7: 139 ~ 157.
- [13] 张兴亮. 高管薪酬影响企业债务融资的研究综述与未来展望 [J]. 外国经济与管理, 2014, 08: 23 ~ 32.
- [14] 刘斌, 吴娅玲. 股权集中、投资者保护与信息披露质量 [J]. 山西财经大学学报, 2007, (10): 67 ~ 71.

## Executive Compensation Incentive, Property Right and Corporate Performance: the Moderate Effects of Ownership Concentration

Li Ye Yan Youliang

(School of Management, Guizhou University, Guiyang 550025, China)

[ Abstract ] In the perspective of executive compensation incentive, this paper puts the executive compensation incentive, ownership concentration and corporate performance under a unified analysis framework, and based on property rights, using the panel data of state-owned enterprises and private enterprises from 2007 to 2015 to test the relationship between executive compensation incentive and corporate performance and discuss whether the ownership concentration has moderating effect. Research finds: executive compensation incentive plays a significant role in promoting corporate performance, and the promoting effect is stronger on state-owned enterprises than private enterprises; ownership concentration has significantly negative moderating effect on executive compensation incentive and performance in state-owned enterprises, while the moderating effect is not obvious in private enterprises.

[ Key words ] executive compensation incentive; ownership concentration; enterprise performance; property right; regression analysis

(责任编辑: 史琳)