



中国上市公司管理层持股 对公司绩效的影响

THE INFLUENCE OF MANAGEMENT
SHAREHOLDING OF CHINESE LISTED
COMPANIES ON COMPANY PERFORMANCE



魏泰邦

TAIBANG WEI

本硕士论文提交正大管理学院中国研究生院
属正大管理学院工商管理硕士学位
工商管理专业(中文体系)课程学习的一部分
二〇二〇年二月

书脊

中国上市公司管理层持股对公司绩效的影响 魏泰邦 二〇二〇年





中国上市公司管理层持股 对公司绩效的影响

THE INFLUENCE OF MANAGEMENT
SHAREHOLDING OF CHINESE LISTED
COMPANIES ON COMPANY PERFORMANCE



魏泰邦
TAIBANG WEI

本硕士论文提交正大管理学院中国研究生院
属正大管理学院工商管理硕士学位
工商管理专业(中文体系)课程学习的一部分
二〇二〇年二月
版权归正大管理学院所有

摘要

论文题目：中国上市公司管理层持股对公司绩效的影响
作者：魏泰邦
导师：王宇教授
学位名称：工商管理硕士学位
专业名称：工商管理专业(中文体系)
学年：二〇一九年

伯利和米恩斯曾经在《现代公司与私有财产》一书中指出，给予企业管理人员一定量的股份会调动他们的热情并努力工作以实现股东利益变得更加容易，并且随着公司管理团队所持股份比例的增加，他们的利益将与所有股东的利益保持一致。当这个理论一经提出，管理人员持股作为一种全新的激励手段就引起了世界各国学者的广泛关注。一些学者从委托代理理论和人力资本理论等不同角度探讨了股权激励的理论基础。

本研究对国内外有关股权激励的相关文献进行归类和归纳。从理论方面，将重点放在公司管理层持股在公司治理中具有重要地位，分析了管理层持股与公司绩效之间的可能关系和表现形式。实证方面，从沪深两市 A 股公司中选用 3212 家实施了股权激励制度的上市公司作为研究对象，深入分析了中国上市公司管理层持股与公司绩效之间的关系，它主要包括两个方面，一是探讨管理层持股与和公司绩效之间的关系，二是分析管理层持股对上市公司公司绩效的不同影响相比较国有和非国有公司。

本研究课题是在当前经济快速发展时期提出的，因此本文选择 2012 年至 2017 年在上海证券交易所和深圳证券交易所上市的公司的年报数据作为研究样本，并对样本进行了实证分析。得出了如下研究结论：

(1) 管理层持股可以改善公司的绩效。换句话说，如果一家上市公司为管理人员提供特定的股份，则可以有效地促进并提高管理人员的主观能动性，更好地促进公司发展，有效减少这些管理人员的短期寻租行为，有效提高企业发展效率。

(2) 引入了国有持股比例作为调节变量，两者仍呈显著的正相关关系，表明股权属性对管理层持股比例与公司绩效起到了显著的正向调节作用，在国有上

市公司中，管理层持股对公司绩效所产生的促进作用要比在非国有上市公司中更加明显。

关键词： 管理层持股 公司绩效 委托代理理论



ABSTRACT

Title: The Influence of Management Shareholding of Chinese Listed Companies on Company Performance
Author: Taibang Wei
Advisor: Dr. Yu Wang
Degree: Master of Business Administration
Major: Business Administration (Chinese Program)
Academic Year: 2019

Burleigh and Mearns once pointed out in the book "Modern Companies and Private Property" that giving managers a certain amount of shares will mobilize their enthusiasm and work hard to achieve shareholder benefits, and as the company's management team As the proportion of shares held increases, their interests will be consistent with the interests of all shareholders. As soon as this theory was put forward, managers' stock ownership as a new incentive method has attracted widespread attention from scholars around the world. Some scholars have discussed the theoretical basis of equity incentives from different perspectives, including principal-agent theory and human capital theory.

This study classifies and summarizes the relevant literature on equity incentives at home and abroad. Theoretically, focusing on the company's management shareholding plays an important role in corporate governance, and analyzes the possible relationship and performance forms between management shareholding and company performance. From the Shanghai and Shenzhen A-share companies, 3212 listed companies that have implemented the equity incentive system are selected as research objects, and the relationship between management shareholding and corporate performance of Chinese listed companies is analyzed in depth. It mainly includes two aspects. It is to explore the relationship between management shareholding and company performance. The second is to analyze the different effects of management shareholding on the performance of listed companies compared to state-owned and non-state-owned companies.

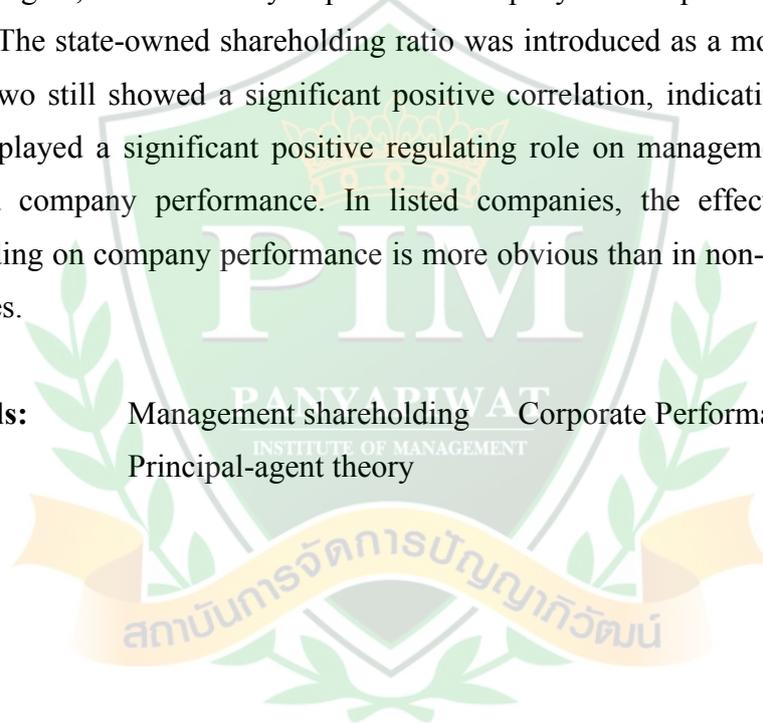
This research topic was proposed during the current period of rapid economic

development. Therefore, this article selects companies listed on the Shanghai Stock Exchange and Shenzhen Stock Exchange from 2012 to 2017 as the research object, and conducts an empirical analysis of the samples. The following research conclusions are obtained:

(1) Management holding can improve the company's performance. In other words, if a listed company provides managers with specific shares, it can effectively promote and improve the subjective initiative of managers, better promote the company's development, effectively reduce the short-term rent-seeking behavior of these managers, and effectively improve the company. Development efficiency.

(2) The state-owned shareholding ratio was introduced as a moderating variable, and the two still showed a significant positive correlation, indicating that the equity attribute played a significant positive regulating role on management's shareholding ratio and company performance. In listed companies, the effect of management shareholding on company performance is more obvious than in non-state-owned listed companies.

Keywords: Management shareholding Corporate Performance
Principal-agent theory



目录

摘要.....	I
ABSTRACT.....	III
目录.....	V
表格目录.....	VIII
图片目录.....	IX
第一章 引言.....	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究目的与研究意义.....	2
1.2.1 研究目的.....	2
1.2.2 研究意义.....	2
1.3 研究内容和方法.....	3
1.3.1 研究内容.....	3
1.3.2 研究方法.....	4
1.4 研究思路.....	4
1.5 论文章节安排.....	5
第二章 理论基础和文献综述.....	7
2.1 国外有关上市公司管理层持股对公司绩效影响的研究综述.....	7
2.2 中国有关上市公司管理层持股对公司绩效的影响研究综述.....	9
2.3 中国国有上市公司、非国有上市公司管理层持股对公司绩效影响.....	11
2.4 研究评述.....	11
2.5 理论基础.....	13
2.5.1 代理理论.....	13

目录 (续)

2.5.2 股权激励概论.....	13
2.5.3 壕沟效应.....	14
2.6 概念界定.....	14
2.6.1 管理层.....	14
2.6.2 管理层持股.....	15
2.6.3 公司绩效.....	15
2.6.4 国有公司.....	15
第三章 管理层持股与公司绩效影响研究设计.....	16
3.1 研究假设.....	16
3.1.1 管理层持股影响公司绩效的假设.....	16
3.1.2 股权性质(国有、非国有)对管理层持股与公司绩效的调节效应假设..	17
3.2 研究设计.....	18
3.2.1 样本选取与数据来源.....	18
3.2.2 变量的定义与衡量.....	19
3.2.3 模型构建.....	21
第四章 实证研究.....	23
4.1 样本数据描述性统计.....	23
4.1.1 总样本数据描述性统计.....	23
4.1.2 国有、非国有数据样本描述性统计.....	25
4.2 相关性分析.....	27
4.2.1 总样本相关性分析.....	27
4.2.2 国有上市公司样本相关性分析.....	28

目录（续）

4.2.3 非国有上市公司样本相关性分析.....	29
4.3 回归分析.....	30
4.3.1 上市公司管理层持股与公司绩效的回归分析.....	30
4.3.2 稳健性检验.....	32
第五章 研究结论及政策建议.....	34
5.1 研究结论.....	34
5.1.1 中国上市公司管理层持股与公司绩效正相关.....	34
5.1.2 管理层持股对公司绩效在国有公司产生的效果要比非国有公司更加明显.....	34
5.2 政策建议.....	35
5.2.1 针对公司治理中代理问题的政策建议.....	35
5.2.2 针对企业股权激励的政策建议.....	35
5.2.3 针对职业经理人培育的政策建议.....	36
5.2.4 针对国有企业股权配置的政策建议.....	36
5.3 研究不足与展望.....	37
参考文献.....	39
致谢.....	45
声明.....	46
个人简历.....	47

表格目录

表 3.1 变量的定义及计算方法.....	19
表 4.1 管理层持股与公司绩效指标的描述性统计.....	23
表 4.2 国有公司、非国有公司管理层持股与公司绩效指标描述性统计.....	25
表 4.3 管理层持股与公司绩效指标相关相分析.....	27
表 4.4 国有上市公司管理层持股与公司绩效指标相关性分析.....	28
表 4.5 非国有上市公司管理层持股与公司绩效指标相关性分析.....	29
表 4.6 管理层持股与公司绩效指标回归分析.....	30
表 4.7 调节效应检验.....	32



图片目录

图 1.1 技术路线图..... 5



第一章 引言

1.1 研究背景

在《现代公司与私有财产》中，有人指出，在公司管理人员拥有部分股份后，这会激发他们的积极性以最大化股东利益为目标，并且高级管理人员的股份越多，他们的目标和股东就会越多逐渐趋同。从这一理论出现后，全世界学者开始广泛关注管理层持股这一全新的激励手段。大量学者从各个角度相继探索了股权激励的理论基础。在此期间，获得了若干研究成果，例如代理理论，人力资本理论和信号理论，它们做出了自己的解释，并对管理层持股与公司绩效之间的关系进行了大量的实证研究。

实际上，自 1950 年以来，股权激励的实施在逐步推广，首次提出了一种针对美国企业的新型激励措施，即管理者持股的选择。这种方法有效地建立了公司管理层与股东之间的全新关系，即利益分配和风险分配，激励和管理两种职能在同一方面有效地结合在一起。不仅激励管理者努力使公司价值最大化，而且限制了管理者的道德风险。此后，世界各地的公司都采取了相同的措施，并相继引入了股票期权激励机制，从那时起，管理层的持股逐渐成为全球趋势。同时，不容忽视的是，随着美国安然公司会计欺诈事件的爆发，管理层持股作为激励手段遭到了各国政府前所未有的质疑。有研究者指出，实施管理人员股权激励机制后，公司管理层人员的绩效与公司绩效直接相关，同时，管理层在公司运营管理中具有更大的权力，这导致单方面寻求高股票价格和会计欺诈事件的发生毫不奇怪，一系列造假事件已导致一些国家的学者开始怀疑管理层持股作为激励机制的可行性。

1999 年，中国公司的员工持股制度和公司内部员工持股制度将股权激励制度变成了现实的制度，从 2003 年开始的管理层购买股权热潮大大促进了中国的股权激励制度。在中国政府实施股份制改革之前，上市公司的股权主要集中在不可转让股份上，例如国有股和法人股。尽管一些上市公司的管理层拥有一些股份，但持股比例普遍较低，并且股权激励并未发挥其激励作用。随着股权分置改革的成功，许多上市公司纷纷出台了股权激励计划，市场经济希望建立股权激励机制。自 2013 年实施《中国上市公司股权激励管理办法》以来，上海和深圳证券交易所共有 156 家上市公司启动了股权激励计划，但随后有 53 家停止实施。因此，股权激励措施并未在中国上市公司中发挥应有的良好作用，前进的道路仍然不平坦。

1.2 研究目的与研究意义

1.2.1 研究目的

在当代企业管理制度的出现和逐步完善期间，公司所有权和控制权的分离已成为当代企业的重要特征，这导致了委托代理关系的形成即企业所有者和职业经理人之间的委托与代理关系。根据信息不对称和理性人的假设，这种关系将会产生公司治理中的代理成本，这一成本是现代公司实施股权激励所必须面对的一项重要考验，也是现代公司治理中不可忽视的重要组成部分。张冬冬和卢新（2011）提出：如果公司实施股权激励，经理人和公司所有者的利益趋于相同，这可以有效解决两种权力分离后委托人与代理人之间的利益冲突。

随着股权激励逐渐走向世界，管理层持股已成为大势所趋，这种激励具有解决许多问题的无与伦比的优势，例如委托代理成本，资本理论和内部控制等问题。但是，还应该注意一些必须重视的问题：如何有效地激励高级管理人员，以便他们可以更加努力地为公司创造更好的业绩，而不是追求个人的利益和追求小型私人团体利益，有效地结合个人利益和公司的业绩，以更好地服务于公司的业绩和股东权益。这个问题不仅与上市公司的资源配置效率有关，而且与公司内部治理机制的完善有关。

1.2.2 研究意义

经历了多年的发展，中国的经济活动已经成为世界经济不可或缺的重要组成部分。上市公司的管理机制是否完善，直接影响着市场经济能否健康发展。公司管理层持股是公司激励管理人员有效管理公司，有效提高公司竞争力的重要手段。这项研究基于当前国内外许多文献，本文选用在上海和深圳 A 股上市的公司作为初选样本。选取 2012 年至 2017 年的上市公司财务数据，深入分析管理层持股与公司绩效二者之间的关系，并深入剖析股权性质对管理层持股与公司绩效的调节效应。具体来说该研究的理论和现实意义如下所述：

从理论意义来讲，本研究是针对中国上市公司管理层持股对公司绩效的影响进行分析，深入比较国有和非国有上市公司中管理层持股与公司绩效之间的关系。该研究有助于研究中国上市公司管理层持股与公司绩效之间的理论关系，并丰富相关领域的研究结果。

从现实意义来讲，股权激励是目前公司治理较为有效的激励机制。在市场相关制度体系还不完善的背景下，基于已有的研究成果，研究上市公司管理层持股的激励效应，对于解决公司管理层与外部股东间因信息不对称而产生的委托代理

问题、优化公司的资源配置以及最大程度提升公司业绩方面具有很强的现实意义。

此外，本文的研究结果可以为市场监管者和投资者提供一些数据支持，为进一步完善公司治理体系提供实用的建议。

1.3 研究内容和方法

1.3.1 研究内容

根据前人的研究可知，大多数学者尚未就上市公司的管理层持股与公司绩效之间的关系得出统一的结论。例如，马润平（2012）的一项研究发现，股权激励对于中国上市公司的管理层与公司绩效之间产生负相关影响，而宋莎莎和彭家生（2011）则通过对中国上市公司的实证分析得出结论公司绩效与公司的年度财务报酬有正相关关系，并且与管理层的持股也有显著的正相关。结论之间有很大的不同，与现有文献在选择研究样本、研究方法、不同范围下管理层持股激励效应的差异有关。

本研究通过大量阅读当前国内外关于管理层持股以及股权激励的相关文献，在分析国内外管理层持股与公司绩效的研究现状后，梳理出了目前存在的三种不同观点，并提出了四点假设，一是基于委托代理理论，中国上市公司管理层持股对公司绩效具有正相关的影响；二是基于壕沟效应，中国上市公司管理层持股对公司绩效具有负相关的影响；三是管理层持股对公司绩效正相关影响时，非国有上市公司产生的效果要比国有公司更加强烈；四是管理层持股对公司绩效负相关影响时，国有上市公司产生的效果相比非国有上市公司明显。

从 1998 以来，中国政府就要求在中国上市的公司在其年度报告中披露公司高级管理人员的持股情况和薪资水平，该报告为上市公司的研究提供了可靠的数据来源，可以使用实证的方法研究管理层持股问题。本文以中国沪深两市 A 股上市公司为研究对象，选取 2012 年至 2017 年数据，以管理层持股为自变量，上市公司财务数据总资产净利率代表公司绩效为因变量。以第一大股东持股比例、经营活动产生的现金流比率、资产负债率、速动比率、经营周期、公司规模、总资产周转率为控制变量，以国有持股比例为调节变量。为了保证研究的稳健性，选取了公司属性作为调节变量代替国有持股比例对管理层持股与公司绩效的调节作用进行检验，最终通过实证研究方法找出管理层持股与公司绩效之间所存在的关系，并进一步分析比较管理层持股与公司绩效在国有公司及非国有公司中产生效果，希望能够为公司所有者和市场监管者提供参考。

1.3.2 研究方法

该主题结合了理论研究和实证研究，以探索管理层持股与公司绩效之间的关系。

理论研究主要从以下几个方面进行：首先，在文献综述方面，通过对大量相关文献进行了综述，积累了研究基础，指出了当前研究的现状和不足，阐明了本研究的方向和重要性。在管理层持股与公司绩效之间的关系中运用相关理论（例如股权激励理论和壕沟效应）进行分析，为研究假设和构建模型提供了理论依据，并从公司治理的角度提供了可行的建议。

在实证研究方面，本文以“提出假设-验证假设-得出结论”为主要思路，选取在上海和深圳 A 股市场上上市的公司 2012 年至 2017 年数据作为研究样本。运用 stata 软件，将描述性统计，相关分析和多元线性回归分析用于研究中国上市公司管理层股权激励与公司绩效之间的关系以及公司属性在调节前两者中的作用。本文中使用的实验数据主要来自 WIND 金融终端和国泰安数据库。

1.4 研究思路

本文的研究思路是：首先，阅读大量相关文献，对国内外该领域学者采用的研究方法和研究成果进行分类和归纳；其次，确定本文的研究内容和研究方向，并开展相关的理论构想，界定和分类研究在国内外上市公司管理人员股权激励与公司绩效之间关系的研究现状；再次，结合现有的四个研究假设，确定变量，建立经济模型并收集样本数据；最后，采用描述性统计，相关性分析，线性回归分析等方法进行实证研究，并对研究假设进行逐一验证，得出研究结论，并提出可行的政策建议。

技术路线图如下：

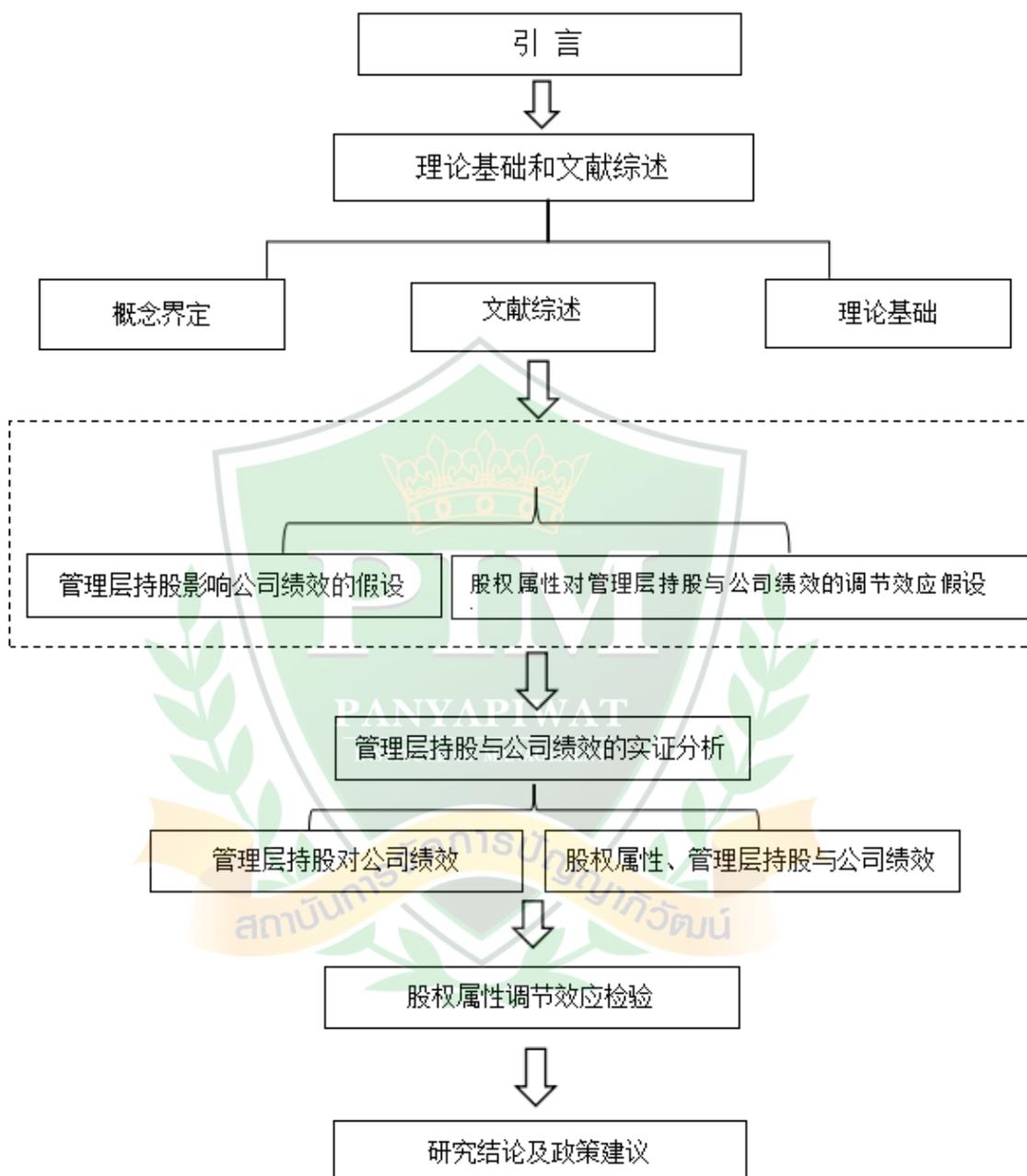


图 1.1 技术路线图

1.5 论文章节安排

第一章：引言。本章主要说明研究的背景和重要性，研究的内容和研究方法，

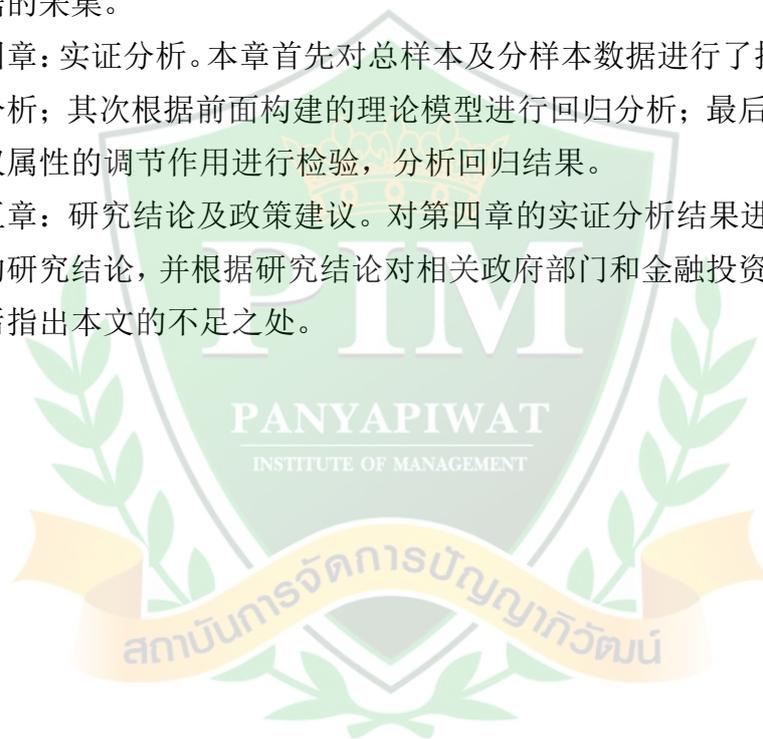
介绍研究的技术路径与本文的结构。

第二章：理论基础与文献综述。本章首先结合了有关管理层持股，公司绩效和股权属性等方面研究的现有文献，并对相关领域的研究观点进行了总结。其次，它简要概述了委托代理理论，股权激励理论和壕沟效应；最后，对主要研究对象进行界定。

第三章：管理持股与公司绩效的研究设计。本章首先对管理层持股对公司绩效的影响，股权属性对公司管理层持股与公司绩效所产生的影响进行理论分析；其次，根据理论分析提出研究假设，最后，选定变量指标，构建理论模型，确定样本数据的采集。

第四章：实证分析。本章首先对总样本及分样本数据进行了描述性统计分析、相关性分析；其次根据前面构建的理论模型进行回归分析；最后根据调节效应模型对股权属性的调节作用进行检验，分析回归结果。

第五章：研究结论及政策建议。对第四章的实证分析结果进行总结梳理，得出本文的研究结论，并根据研究结论对相关政府部门和金融投资机构提出参考建议，最后指出本文的不足之处。



第二章 理论基础和文献综述

2.1 国外有关上市公司管理层持股对公司绩效影响的研究综述

委托代理理论表明，股东以激励方式向公司高级行政管理人员授予一些股份，这可以促成管理人员与股东之间的利益联系，为了提高公司的价值和竞争力，有助于管理层增强创造价值和发挥作用的主动性。Blrel 和 Means 最早研究了企业管理人员的持股行为，研究表明企业管理者持有公司股权直接影响着企业效益的提升，一般情况下，管理者手中所持股权比例较低，但是为了维护自己仅有的这些股权达到自己的目的，他们也会努力的维护好企业的运营以维持自己的权益。接下来，外国学者詹森等人也对公司管理层持股比例与公司绩效两者之间的关系进行了深入的分析和研究，发现这两者之间有特定的作用。之后，中外许多专家又从不同角度深入对这两者的关系进行了研究。

在国外许多学者早就对管理层持股与绩效之间关系进行了研究。Berle 和 Yeh (2015) 等学者进行的实证研究表明：在对公司行高级政管理人员采取一定激励措施的情况下，公司的经营状况明显好转，而且管理人员积极性更高，随之带来了更多的公司效益。Yong 和 Stulz (1988) 研究发现管理层持股以后具有了股东身份，企业其他股东不需要花费更多的报酬和精力来激励和约束管理人员，并在一定程度上达成了一种默契更加利于企业发展。Kaplan 还从企业管理层人员收购公司股份的方面进行了深入的调查，并得出结论，同意企业管理层人员购买部分公司股份可以激励管理层提升公司绩效的作用。Francis 和 Smith (2004) 开始使用实证分析验证企业管理层持股对企业绩效产生的影响，实证结果表明，管理层持有股份的行为对公司产生绩效的影响存在显著的正相关关系。Mcconnell (2002) 等也得出了同样的结论，认为公司高级管理人员持有公司的股份越多，就能够给公司带来更多的收入。Shieifer 和 Vishny (1986) 基于经济计量模型，研究了在企业不同的阶段股权结构对公司绩效的影响关系，最终表明，随着企业管理人员持股比例的增加，企业绩效也随之提升。Ozkan (2012) 选取非金融公司作为研究对象，另辟蹊径的研究管理层持股与公司绩效之间的关系，而首席执行官则被选为代表管理层，公司的业绩有所提升，但是这种提升作用不大。Ming-YuanChen (2013) 选取在中国台湾上市的非金融公司进行管理层持股与公司绩效的研究，结果证明：在企业运营中管理层持股存在黄金比例，在这个比例区间无论怎么变化，企业绩效提升一直都很显著。Conyon 与 Lerong (2011) 的实证研究已经证实了管理层持股对公司绩效的具有提升作用，且表现势头强劲。

尽管以上学者以不同的视角和不同的样本数据研究了高管人员持股与公司绩效之间的关系，但得出结论，管理层持股可以改善公司绩效。

尽管一些学者已经将公司管理层持股与公司绩效之间建立了正相关，但一些学者却发现了负相关。Fama 和 Jensen（1983）的调查发现，基于“经理人壁垒”假设，管理层持股与公司绩效之间存在负相关关系，过多的股权将严重影响公司绩效的提高。Shleifer 和 Vishny（1987）认为，尽管管理层持股在一定的区间段具有激励作用，但随着持有公司股份数量的增加，慢慢变为阻碍作用，最终，对公司的业绩产生负面影响。Jensen 和 Warner（1988）在他们的调查中得出结论，管理层过多的持股将导致公司利润减少，也就是说，管理层拥有太多股份，导致公司董事会将很容易受到管理层的控制，它不能行使其权力来制约管理者，最后，一旦管理者失控，就会造成管理者侵犯股东的利益结果。Hanson（2001）还对管理层持股的数量进行了研究，该研究发现，管理层有太多的股份，并且不愿意由原始股东来管理，还有其他动机并且采取损害原始股东利益的行动，结果公司的业绩下降了。Stulz（1988）分析了股权持有如何影响公司价值和融资政策，它表明，由管理层控制的股权比例的增加降低了企业收购成功的可能性，并提高了收购时的报价溢价，根据管理层对股权的控制大小，当管理层加强对股权的控制时，股东的财富会减少。Ghosh 和 Sirmans（2003）从实证分析中得出结论，管理层的持股与公司绩效负相关；Courty 与 Marsehke（2004）的调查发现，公司经理人员没有向股东透露公司的实际绩效，为获得更多利益，制作虚假的公司的业绩，表明管理层持股对公司的业绩产生了负面影响。¹Kadan 和 Yang（2016）从多角度对公司管理层持股与公司利润进行了调查研究，表明管理层持股可以提高公司业绩，但间接损害了公司所有者的利益，所以其与公司绩效实际上是呈现负相关关系。Iqbal 和 Dan（2007）还调查了，当经理人员的持股比例较高时，他们就会做出与股东心愿相违背的事情，损害公司的利益，导致公司绩效降低。

在回顾前两部分时，一些研究得出的结论是，公司管理层持股与公司绩效正相关，另一些专家得出相反的结论。尽管结论不一致，但都可以证明公司管理层的持股对公司绩效有影响。仍一些学者说，管理层持股与公司绩效没有显著关系。Morck, Shleifer 和 Vishny（1988）通过实证研究分析了 500 家企业的数据库，发现管理层拥有不同数量的股份而结果却不同，低于 5% 的比例率显示正相关，5% -25% 是负相关，超过 25% 是正相关。McConnell（1990）还发现，在不同的持有率下，管理人员的持股与和公司绩效会产生不同的结果，但分界阶段为 40%，管理层的持股率小于 40%。它与公司的业绩具有正向关系，而 40%-50% 的持股率是负向关系。后来，Demsetz 和 Villalonga（2001）对公司股权集中度进行了因

素处理，进而研究了公司管理层持股与公司绩效的关系，最终得出：公司管理层持股未能促进公司绩效提升的相关结论。Villalonga(2001)和 Krivogorsky(2006)也得出了管理层持股对公司绩效不产生影响。Tee Chwee Ming 和 Chan Sok Gee (2008)从股权收益的角度进行了分析，得出：管理层持股与公司绩效没有关系。

2.2 中国有关上市公司管理层持股对公司绩效的影响研究综述

中国对于该领域的研究起步较晚，但仍有丰富的研究成果。总体而言，研究结果仍集中在三个方面。它们之间存在正相关、负相关，第三是两者之间没有相关性。

李增泉(2000)通过调查发现股权激励机制对公司绩效正向积极影响。高雷和宋顺林(2007)对面板数据进行分析，发现两者之间确实存在正相关，公司的效益随着管理层持股比例的增加而提升。邱世远和徐国栋(2003)对样本数据进行分组检验，得出结论，持股比例相对较高的管理人员对公司提升绩效的效果更加明显。此后，专家孙丽影和杜兴强(2008)对一些上市公司的数据进行了分析，发现公司管理层持有一定的股份后对改善公司的经营业绩具有显著的积极影响。唐现杰和王怀廷(2010)实证分析得出，管理层持股与公司绩效呈显著正相关关系。耿菲菲(2010)对高科技公司进行了实证研究，发现管理层的持股对公司的业绩有积极的影响。任海云(2011)采用分层的方法对上市公司的数据进行了分析，上市公司管理层持股比例的增加可以改善公司的绩效。李世刚(2011)研究得出，股权激励的作用实际上与薪酬管理的效果是一样的，均起到促进作用。^[12]郑欢，李剑虹和钟峥(2013)选取公司首席执行官作为管理层代表进行研究，得出管理层持股比例的增加，对公司绩效提升越多。康颖(2013)的研究对象不再专注于中国国有上市公司，但研究重点已转移到非国有上市公司，而且这种促进作用比国有公司更明显。翟琪(2013)使用中小型企业的数据进行分析，发现管理层的持股比例与公司绩效显著正相关。吴云端(2015)对高科技公司进行了研究，管理持股对这些高科技上市公司的发展存在显著的改善影响。林璇(2015)通过实证分析并得出结论认为管理层持股与公司绩效存在正向促进作用。孟凡(2017)选取上市公司2009年至2014年的数据为样本进行股权结构研究，结果表明管理层持股对公司绩效的影响呈显著的正相关。

一些中国学者也有研究表明，管理层持股与公司业绩负相关。支晓强(2003)研究得出，在一范围内，管理层持股可以改善企业绩效，但是，当管理层持股量超过一定比例水平后，会随着持股比例的增加，企业绩效成负增长现象。孔峰

(2011)使用代理理论研究股权激励与公司绩效之间的关系，在长期激励过程中股权激励对公司绩效的影响将有所减弱，最终股权激励将失去效果。刘增辉(2014)进行的实证研究结果表明，前十大股东的持股与创业板上市的第一大股东的持股，总裁与总经理的组合与业务绩效显著负相关。刘亚莉，张竹与石蕾(2011)实证研究得出结论，确定上市公司的股权结构会影响公司的价值，虽然采用股权激励措施可以改善公司绩效，但对公司高管人员的股权激励是公司行使的委托代理，所以造成了代理成本的增加以及股权激励超出一定范围会导致绩效下降。

与国外文献一样，中国学者也使用不同的方法获得不同的结果。吴淑琨(2002)学者选择了从1997年至2000年在主板上市的公司，总共进行了四年的数据调查，以调查公司的管理层持股和绩效，结果证实两者之间不仅存在正相关，而且存在负相关，在不同的持股比率下二者的关系仅具有不同的反应。王蓓(2017)从创业板上市的497家公司中选择了样本数据，使用股本回报率来衡量公司的绩效，并选择了每股收益来测试模型结论的强度，最终的分析表明管理层的持股比例与上市公司的公司绩效之间呈现N形关系，即公司的绩效首先提高，然后随着管理层持股比率的增加而减少，最后增加。胡铭(2003)选取1997年在中国上市的公司为研究对象，实证分析多家公司的财务数据，实证结论表明，管理层持股与公司绩效之间没有显著关系。王华和黄之骏(2006)使用对高科技公司财务数据的深入分析，研究表明，高科技公司的高管持股对公司绩效具有U型改善关系。李阳与汪寿成(2015)运用非线性模型对深交所上市413家上市公司管理层持股与经营绩效的相关性进行实证检验，结果表明二者之间存在“N”曲线关系：管理层持股在0%~13.71%之间时，公司绩效随管理层持股比例的增加而增加；管理层持股在13.71%~44.99%之间时，公司绩效随管理层持股比例的增加而下降；管理层持股超过44.99%时，公司绩效再次随着管理层持股比例的增加而增加。董丹丹(2010)使用来自A股上市公司的数据研究了公司高管持股与公司绩效之间的关系，认为最大股东持股比例与公司绩效之间存在正相关，而第2-5个股东持股比例与公司绩效之间没有大的关系。同样，邵胜楠(2011)通过研究公司的激励措施发现，针对公司高管的一些激励措施并没有起到作用，也没有显著改善公司的绩效。张舰和李文豪(2012)的研究结果表明，管理层的持股与公司绩效之间相互并无关系。罗敏(2014)利用创业板上市公司数据对股东持股与公司绩效的关系进行实证分析得出，两者不存在任何联系。曹露燕(2013)分三步进行了详细研究，结果分析表明，两个阶段之间呈U形，中间阶段为负，末端为正。鲁永峰(2013)对上市房地产公司分析得出，管理层的持股与企业绩效两者之间没有必然的关系。于爱芬，孙继国(2015)选择在上海和深圳上市的

114 家上市公司 2011 年至 2013 年的数据进行实证分析得出，上市公司管理人员持有公司的股份对于公司绩效的提升毫无作用。

2.3 中国国有上市公司、非国有上市公司管理层持股对公司绩效影响

赖丽莎（2018）选取 2012 年至 2017 年上市公司作为初选样本，通过研究得出实施工资限制令后，在中国国有公司中上市的公司采用了更多的股权补偿，而不是传统的货币补偿。随着政府股权激励指标的提高，公司的绩效也显着提高，两者之间存在显着的正相关关系。周晓锋（2015）选用中国国有上市公司 2006 年至 2009 年的数据为研究对象，通过对高管持股与公司绩效的实证分析表明，虽然高管持股比例都很低，但高管还是愿意为企业绩效的提升付出努力。王坤（2016）以 2009 年至 2014 年的国有上市公司数据为研究对象采用联立方程模型进行实证分析，验证了国有上市公司管理层持股的有效性。实证结果表明，国有公司经理人的股权激励与公司的经营绩效是相互促进的，也就是说，在合理的范围内，股权激励可以刺激高管们的非合同投资行为，上市公司从而改善公司的运营绩效。徐慧（2009）基于管理层持股的定义，分析了中国国有企业管理层持股的五种模式，调查结果表明，管理层的持股对公司的业绩有积极影响。

钟嘉时（2018）选取了 A 股主板 313 家上市民营企业 2012 年至 2016 年连续五个会计年度的 1565 组数据作为研究样本，运用 SPSS 进行实证分析表明，公司高管人员的持股比率与公司绩效之间存在非线性倒 U 关系，即随着管理层持股比例的增加，公司绩效逐渐提高到极值，不断下降。

温玲玲（2017）以中国民营上市公司 2012 年至 2015 年披露的统计数据为研究样本，对中国民营企业高管持股与公司绩效之间关系的实证分析，结果表明，中国民营企业高管持股与公司绩效之间存在显著的负相关关系。

杜燃（2015）选择了来自中国上市公司的 6000 多个数据样本进行分析。基于一部分国有和非国有公司，详细分析了公司业绩相对于净资产，高管薪酬，高管人员持股，公司规模的理论关系。同时对高管薪酬与公司绩效之间关系回归分析，主要结论如下：高级管理人员所占份额与公司绩效成正比，而国有企业中高级管理人员所占份额比非国有公司中对绩效促进作用更为明显。

2.4 研究评述

在研究本文时，通过研究和分析国内外相关文献可以看到，全球经济的持续发展使得公司的高级管理层和公司投资者将公司的内部管理提升到了一个新的

高度。为了进一步加快公司的发展，在公司发展过程中的绩效评估已成为主要关注的问题。如何在企业管理与企业绩效之间建立良好的关系已成为企业发展中的重要研究课题。研究发现，国内外公司对公司的的发展情况进行了详尽的调查，而国外在相关领域的研究则更加深入、透彻，并且比中国研究更成熟。对于中国的研究而言，理论研究更多，而实证研究的结果则相对较少。此外，来自其他国家的研究数据主要基于上市公司小组的面板数据，这些数据已为实证研究做好充分准备。相比之下，中国在这一领域的研究较少。此外，通过对这些研究结论的分析，可以看出，目前国内外在上市公司中管理层持股程度与公司绩效发展之间的关系大部分都反映出正相关特征，但仍然有些研究结果显示两者之间呈负相关或无明显关系。此外，大多数中国的学者都研究了整体样本，关于国家或非国家性质的具体研究很少。现有研究主要反映出：管理层对公司股份得持有在促进公司绩效提升方面发挥了积极作用。在非国有上市公司中，管理层的持股对公司绩效呈负相关及不相关的关系，在股权属性的调节下国有公司中管理层持股产生的提升作用比非国有公司中管理层持股产生的作用效果更好。出现以上研究结果的原因很多，它包括研究人员选择研究样本的原因，包括研究范围的大小，研究数据的数量和信息披露的适用性，还包括许多因素。具体来说，可以从以下三个方面进行总结：

首先，在研究中不同的研究人员思路不同和研究对象不同，变量的选取也不同，公司管理层的定义也不同，同时，公司管理层对持股比率的理解也不一致，一些研究只关注了账面上的管理层持股比例，还有一些研究关注了上市公司的管理层持股比例。此外，不同的学者对于公司绩效的指标的选取也存在差异，他们对绩效的评估体系、标准也不相同。

其次，由于研究者所生活的年代不同，知识背景及人文环境有极大的差异性，且不同公司的起步发展及所属行业都有很大差别，这使得研究人员在选择的研究对象和研究方向是存在着千差万别，任何一点不同因素都会对研究结果产生不同影响。

最后，实证研究中使用的方法不一致。通过阅读实证研究的相关文献，我们可以发现实证分析方法很多，模型构建方法也多种多样，例如线性回归模型，分段回归方法，非线性回归方法，导致调查结果的差异。在分析特定数据时，一些专家使用他们自己的方程式，而另一些专家使用联合方程式得出非常不同的结论。

2.5 理论基础

2.5.1 代理理论

作为契约理论最重要的一个分支。美国经济学家伯利（Berle）和米恩斯（Means）早在 1930 年就是委托代理理论的开创者，该理论主要在信息不对称的情况下研究企业如何设计最佳的激励代理人员的契约。随着社会的不断进步和发展，生产力大大提高，大规模生产日益普遍，公司所有者的知识和精力有限，与此同时，具备专业管理能力的职业经理人随之出现，企业所有者委托职业经理人对企业进行管理的这种委托代理关系应运而生。但是，企业所有者与代理人追求的目标不一致，代理人追求个人利益目标的最大化，而委托人则要求实现企业获利最大化。关于如何协调好这种利益关系并发挥职业经理人的作用已成为学术界关注的焦点。

在现代大多数公司中公司治理一直是一个难题，然而委托代理关系在公司管理中应用的较为普遍。Jensen 与 Meckling（1976）认为，代理人作为企业的经营管理人员在实践中为了满足自己的需求，将更多地精力放在如何将公司短期利润进行提升，缺乏对企业长期发展的规划以及对未来如何长期提升企业绩效增长能力的关注，代理人员只能看到自己的追求目标，有时候为了达到自己的目的甚至损害公司利益。在信息不共享的基础上，所有者和代理人员会协商制定契约，使代理人为所有者工作，这就使得代理人在付出自己努力的同时，企业所有人需要支付其代理费用，所以，企业所有人既想使用不多的代理费来激励管理人员全力工作，又想控制代理人为其所用实现企业效益最大化目标。

2.5.2 股权激励概论

股权激励是抑制代理问题的有效手段。该设计的初衷是，公司所有者可以通过授予激励对象部分股权来参与公司治理，并作为股东分担风险，从而激励他努力工作，以实现公司价值的最大化（顾斌，周立烨，2007）。^[4]从这个意义上讲，通过激励代理人的方式赋予部分股东权益作为与公司形成利益共同体的条件时，为了实现公司的长期目标，不难看出激励对象的范围是实施股权激励的关键。理论上，股权激励的对象是公司受托人，也就是公司的实际经营者，公司的经营管理层。他们是提升公司经营业绩的关键所在与核心经营者。根据《上市公司股权激励管理办法》，股权激励计划的激励对象必须是公司员工，具体对象由公司根据实际需要自主确定，可以包括上市公司的董事、监事、高级管理人，核心技术(业务)人员，以及公司认为应当激励的其他员工。但是，根据本文的要求，我们

将重点更多地放在本文研究的管理层持股激励上，主要是那些拥有实际经营权和主要经营活动的决策权的公司高级管理人员。管理人员的范围具体包括副总经理，财务部门和其他职能部门的负责人，以及公司章程规定的其他与公司运营有关的人员。

总之，本文将股权激励定义为：公司通过授予某些管理人员一定股权来获得股东身份并与公司形成利益共同体的长期激励机制。

2.5.3 壕沟效应

壕沟防御假说也被称为“自我防御”假说。Fama, Jensen 和 Michael (1983) 提出了自卫的假设：自卫理论实际上是一种权利理论。他认为，在正常情况下，公司所有者与代理人之间永远是委托与被委托的关系，从某种意义上讲就是雇佣关系，他们的目的和动机本来就不一致，并且当管理层掌握一定权力的同时其利益目标与股东目标还存在更大的差异性。由于管理层持有股份的增加，高级管理人员将对公司的运营和管理有更大的控制权，使得他们获得股东权益更大，很难再受到其他股东的制约和权衡。结果就是，高级管理人员很可能在不牺牲公司所有外部股东的共同利益的情况下追求自己的利益，这最终只会导致公司绩效恶化。换句话说，高级管理人员持有的股份越小，这对于保证委托人的权力更加有利，企业所有者可以有效行使权力监督和管理且企业经营者为企业实现最大效益而努力工作。相反，一旦少数人拥有公司很大一部分股份，为了在维持或提升其职位的同时保护高薪，这些内部管理人员就可能滥用权力，他们会以损害公司的整体利益为代价。

2.6 概念界定

2.6.1 管理层

公司管理团队是公司的核心，也是制定宏观战略的关键。管理层不仅会对公司的文化产生重大影响，而且还会影响公司的其他方面。在公司的运营中，管理团队决定如何通过制定业务策略来更有效地利用公司有限的资源，以及如何调动资源的各个方面以最大程度地利用资源，在管理团队应对公司复杂的内部环境的同时，它还将面临外部竞争环境、国家宏观调控政策、经济发展水平、社会和文化条件以及技术创新都会对外部竞争环境产生影响。对这些信息的全面管理将帮助公司在激烈的外部竞争中生存。在相关学者的研究中，我们发现鉴于公司管理的概念，有几位学者对公司高管有不同的定义，但这不是矛盾的，而仅仅是研究

的意义。本文通过相关文献对公司的高层管理人员进行了分类，并总结了以下几点。几位学者认为，公司行政管理的主要特征是：处于公司的最高战略水平，包括总经理助理，副总经理，监事会负责人和职能部门的几位负责人，因此，公司的管理层人员仅限于：上市公司年度报告中披露的高级管理人员，包括首席执行官，总经理助理，副总经理，总裁，副总裁，总裁秘书等人员。

2.6.2 管理层持股

股权激励是现代公司普遍使用的解决委托代理问题效果较好激励办法，其主要是通过公司给予管理层适当比例股权，使其成为公司所有者中的一员共同享受公司收益及分担风险，促使其更加努力为公司创造价值（廖理，方芳，2004）。当前，有四种主要的管理层激励措施：在遵守商定绩效的前提下的绩效股；允许管理人员将来拥有股票优先权的股票期权；以及可以在既定条件下行使的股票增值权。但是，由于上市公司通过期权提供激励的时间非常有限，因此可以行使这些激励的公司很少，因此，现金股仍然是最主流激励的方法。对中国的上市公司很重要。有鉴于此，本文中提到的“持有”特别是指公司管理层持有的现金股票。

2.6.3 公司绩效

本文认为，公司的绩效指的是公司在一定时期内产生的收益以及管理人参与管理过程中的绩效。对公司绩效的评估是对公司在一定时期内其有限资源在其商业活动中获得的价值的判断（徐平英，2018）。公司的业绩集中反映了公司在一段时间内的经营收益，对于上市公司，可以通过市场中股票价格的波动来定义，还可以使用净资产收益率，每股收益，核心业务利润率和总资产收益率的定量度量（钟嘉时，2018年）。由于中国证券市场极不稳定，所以结合前人的研究选取总资产净利率作为公司绩效的代表指标。

2.6.4 国有公司

国有企业是由政府投资或控制的公司。如果称为“国有财产”，则它通常不仅指由一个国家的中央或联邦政府投资或控制的公司，而且还指由地方政府投资和控制的公司在。在中国，由于历史原因，其国有企业的分类非常复杂。中国大陆和台湾的国有企业通常是指仅国有资产投资的公司。当然，法律还规范了国有企业（王胡峰，2006）。参照以往研究本文将国有公司定义为公司实际控制人为国有性质，即该公司为国有公司。

第三章 管理层持股与公司绩效影响研究设计

3.1 研究假设

3.1.1 管理层持股影响公司绩效的假设

(1) 在 Burle 和 Mearns 的权利分离理论和运营商控制理论之间的框架内, Jensen 和 Meckling (1976) 提出了委托代理理论, 该理论认为, 随着公司管理人员持有公司股份的减少, 收入也减少。为了弥补资本价值的损失, 它将寻求通过增加非货币消费可最大化自身利益。因此, 需要增加管理人员的股份以减少代理成本并增加公司的价值。Fama 和 Jensen (1983) 的研究支持了这一理论, 该理论认为公司的内部决策过程可分为决策控制权和决策管理权。在缺乏有效监管的情况下, 决策管理者不是剩余价值的主要索取人, 那么决策管理者有可能谋求自身利益。

委托代理理论中委托方与代理方之间的矛盾在于利益纠葛, 为缓和双方矛盾通过建立激励约束机制来权衡, 委托代理理论有助于分离公司经营权和所有权, 管理层就是公司掌握经营权的代理方, 通过专业的公司管理和较强的运营能力负责公司经营; 而委托人则是公司的权利人, 拥有公司的所有权, 拥有公司发展的资源优势。二者形成委托代理关系需要通过相应的契约机制、监督代理方的经营权利, 并采取激励机制来激励管理层降低损害公司所有者利益的行为。管理层与公司所有者股东之间是委托和代理的关系, 管理层人员掌握公司发展的各类信息, 股东需要采取对应的措施制衡和监督管理层人员, 但是这种监督成本大、监督难, 需要采取激励措施来增强公司管理层与公司发展之间的利益, 以确保管理层可以有效地运营公司, 同时获得自身利益。因此, 管理层持股就是应用委托代理理论加强股东与管理层之间的联系, 给予高级管理人员一部分股份使其成为公司所有者的一份子, 这样管理层才能与公司的股东利益一致, 更加努力的去管理、经营好公司, 为自己及其他股东实现公司利益最大化目标。结合以上文献及理论分析, 提出以下假设:

假设 H1a: 管理层持股与公司绩效呈正相关关系

(2) 基于壕沟理论, 通常情况下随着管理层持股的增加, 他们对公司的剩余控制权也会增加, 如果他们的股份比例过高, 外部股东的有效约束力也会减弱, 管理者将更有动力利用这种权力谋取利益, 他们寻求的私人利益并不是以实现公司价值最大化为目的。例如, 高级管理人员为了满足自己的利益通过手中的权力

极力的在公司股权激励方案中设置对自己有利的条件，或者可以反映在工作消费的增加中，使用自己的权力过多的投资和进行利益寻租。同时，这种权力可以防止管理层在公司业绩不佳时不被解雇，从而为自己提供保护，长期下去公司绩效只会越来越差，这与股权激励制度的设计初衷是背道而驰的。综上所述，提出以下假设：

假设 H1b：管理层持股与公司绩效呈负相关关系

3.1.2 股权性质（国有、非国有）对管理层持股与公司绩效的调节效应假设

管理层持股是鼓励管理层根据实现股东价值最大化目标做出决策的重要手段之一。但是，我们还必须意识到，在没有外部市场监督或公司治理机制的情况下，管理人员的权力可能会超出对其职位授予的控制。在这种情况下，行政决策过程中机会主义行为的可能性越大，委托人的问题就越严重，这将降低行政部门持股政策的有效性。一方面，管理层对诸如工作中的消费和过度投资之类的渠道具有足够的权利，产生无形的收入，然后利用公司披露的财务数据来掩盖获得超额收益的行为；另一方面，管理层利用自身的权力来影响董事会的决策，甚至直接影响其自身股权计划的制定，以实现其自身利润的最大化，也会导致董事会效率的下降，公司治理机制和对公司利益的损害。

对于国有公司而言，国有公司所有权归全民所有，政府是代表全民来进行企业管理和监督的，相当于公司所有者空置。政府不能在时间，精力和专业上完全投入于某家公司，这导致了上市公司的代理问题。同时，政府作为委托人并没有具体的股东去负责企业监督和管理，其掌握信息有延迟性，而且对于公司利益最大化的目标动力不足，不愿意花费时间、精力去激励和制约管理层，结果，无法完全有效地监控管理层的行为。随着现代商业体系的不断发展，国有企业两权分立的程度越来越大。管理层伴随着持股比例的增加，手中权利越来越大，为了满足个人利益，机会主义行为的可能性也更大，更加容易做出与政府意志不一致且损害公司利益的决策，加之在国有公司中对管理层监督约束不强的原因，管理层在损害公司利益的同时不会受到有效的惩罚，造成管理层发生寻租短视行为的成本很低，且机会很多。综上所述由于国有公司所有者空置，而且对管理层监督管理力度缺乏，股权激励制度不完善等因素，在国有公司中壕沟效应发挥的作用更加明显。

相比国有公司而言，非国有公司实施股权激励措施较早，公司治理经验丰富，公司所有权属于股东所有，并且公司股东大部分都是理性人，对于提升公司业绩的愿望更加迫切，他们通过合理分配股权去激励管理层提高工作积极性，使得管

理层人员成为股东身份与公司所有者共同分享剩余价值，共担风险，而且作为经营者，会为了自己享受更大的剩余价值，与公司所有者达成一致目标，为公司创造更多的效益。通过以上分析得出非国有公司中委托代理理论作用更加显著。结合国有公司与非国公司目前股权激励的现状分析，在国有公司所有者空置的情况下，非国有公司股东追求公司利益最大化的目标比国有公司股东更加明确，且在非国有公司中股东会更加努力的去监督和约束管理层，管理层发生机会主义行为的成本较高，所以不会轻易做出损害公司利益的事情。相比较国有公司而言，所以非国有公司对管理层的股权激励效果更加明显。国有公司中所有者缺位对管理层监督约束不到位，造成寻租机会多成本低的现象，所以在国有公司中股权激励效果不显著。综上所述提出以下假设：

假设 H2a：管理层持股对公司绩效正向影响时，非国有上市公司产生的效果要比国有公司更加强烈。

假设 H2b：管理层持股对公司绩效负向影响时，国有上市公司产生的效果相比非国有上市公司明显。

3.2 研究设计

3.2.1 样本选取与数据来源

在本研究中，选择了在上海和深圳 A 股上市的公司作为研究对象，选取 2012 年至 2017 年数据作为研究样本，并分析了管理层持股与这些公司的公司绩效之间的关系。它主要基于从上市公司披露的年度报告中获得的数据，并且这些数据来自 Wind 数据库及国泰君安数据库。所有数据采用 EXCEL2010 以及 STATA15.0 进行筛选及处理。筛选过程如下所述：

(1) 由于 ST 类公司数据不具有代表性，因此会影响线性回归结果，所以必须剔除 ST 类公司样本数据；

(2) 剔除上市公司中数据缺失的样本；

(3) 由于金融保险业的会计和结算方式与其他公司不同，因此不包括金融保险业。

经过筛选结果剩余 A 股上市样本公司 3212 家，其中国有公司 930 家，非国有公司 2282 家。总样本观测数据为 15178 个，国有企业观测数据为 5174 个，非国有企业观测数据为 9486 个。

3.2.2 变量的定义与衡量

表 3.1 变量的定义及计算方法

变 量	变量名称	变量符号	计算方法
自变量	管理层持股	MBO	管理人员所持股份数量/公司总股本
因变量	总资产净利率	JROA	公司年净利润/年平均资产总额（期初总资产与期末总资产的平均值）
控制变量	第一大股东持股比例	FSHP	第一大股东持股数量/总股本数量
	经营活动产生的现金流比率	ACF	经营活动产生的现金流量净额/净利润
	资产负债率	DEBT	期末总负债/期末总资产
	速动比率	KO	速动资产/流动负债
	经营周期	CYCLE	（存货周转天数+应收账款周转天数）的自然对数
	公司规模	ASSET	（期初总资产）的自然对数
	总资产周转率	TATO	营业收入净额/平均资产总额
调节变量	国有持股比例	SH	政府所持有股份数额/总股本
	公司属性 （国有、非国有）	CA	国有公司代表 1，非国有公司代表 0

来源：参考文献整理得出

自变量：管理层持股比例（MBO），用来衡量管理层持股水平的价值，是根据公司年报中发布的管理层所持股份总数比上公司总股本的总数计算的。

因变量：根据第二章文献综述部分关于管理层持股与公司绩效关系的研究，本文分别选取了总资产净利率（JROA）作为公司绩效的衡量指标。总资产净利率是净利润比上平均资产总额。

控制变量：由于许多影响因素都会改变公司的业绩，为了使得管理层持股与公司绩效之间的研究进行的更加单纯和稳定，保证研究结果更加准确，所以需要对其相关的影响要素进行研究。为了独立研究管理层持股与公司绩效的关系，必须对其他影响因素进行控制，本文基于现有管理层的持股和公司的绩效研究，结合研究的实际情况以及数据的可用性，本文选择了股权集中度、偿债指标和运营

能力等控制指标作为控制变量。

第一大股东持股比例 (FSHP)，它是指控股股东拥有的股票数量与总股票数量的之间的比值。公司发展过程中不可忽视的问题是所有权问题，公司的所有权利和义务与股权的比例有很大关系，大股东在决定公司发展方向时有发言权，在这种情况下，所有股东的剩余索偿权和股东权利将取决于他们的持股比例。因此，大股东对公司资源的使用配置将直接影响公司的绩效，因此，在公司发展过程中，必须协调和权衡这种发展关系，以形成相互制约的关系。因此，选择第一大股东的持股比例作为控制变量。

经营活动的现金流量比率 (ACF)：经营活动现金流与净利润的比率是评价企业盈利质量的一个指标，可以反映企业创造自由现金流量的能力。这个比率高，说明企业盈利质量好，现金流充足。这个比率低，说明企业盈利质量不好，虽然有利润，但是没有收到现金，都是停留在实物和应收账款，实物可能损坏或者贬值，应收账款可能无法收回，这些没有收到现金的利润风险明显比收到现金的利润要大，收益质量要低。因此，在研究中选择了经营活动产生的现金流量比率作为控制变量。

资产负债率 (DEBT)：它是用以衡量企业利用债权人提供资金进行经营活动的能力。是期末负债总额除以资产总额的百分比，也就是负债总额与资产总额的比例关系。由于资产负债率的高低直接影响着对企业绩效的变化，所以用它来代表资产结构，如果公司的总资产有大量债务，则可以通过债务融资扣除，但同时也存在明显的风险。如果公司的债务太重，则公司必须承担巨大的财务风险。由于此指标对于公司的发展具有优缺点，因此将用作研究此主题的控制变量。

速动比例 (KO)：是指公司的快速资产与流动负债的比率。该指标可能反映了公司报告即时流动资金以偿还当前债务的能力，同时，公司必须在偿还这些债务后进行其他的经营活动，总的来说，只有速动比例值达到 200% 才能保证企业经营活动的正常开展，所以该指标对企业效益有着直接影响。所以，对这个指标进行控制。

经营周期 (CYCLE)：经营周期是库存周转天数的自然对数加上应收账款周转天数的总和。一般情况下，经营周期短，说明资金周转速度快；经营周期长，说明资金周转速度慢。提高存货周转率，缩短经营周期，可以提高企业的变现能力，同时也是提高企业效益的有效途径。因此，经营周期的长短也直接影响着企业绩效，所以，控制经营周期。

公司规模 (ASSET)：在与管理层持股和公司绩效相关的现有研究中，大多数学者将公司规模视为影响因素，因此本文参考相关文献并考虑得出，使用公司

期初总资产的自然对数来代表公司的规模。通常情况下，公司规模越大，获得的资源越多，抓住商机的能力越强，公司承担风险的能力就越大，公司规模越小，可使用的资源越少，获得盈利的机会就越小，承担风险的能力就越小。因此，公司规模实际上对企业绩效也存在直接的影响，也需要控制这个指标。

总资产周转率(TATO):总资产周转率是企业一定时期的销售收入净额与平均资产总额之比,它是衡量资产投资规模与销售水平之间配比情况的指标。通过该指标的对比分析，可以反映企业本年度以及以前年度总资产的运营效率和变化，发现企业与同类企业在资产利用上的差距，促进企业挖掘潜力、积极创收、提高产品市场占有率、提高资产利用效率、一般情况下，该数值越高，表明企业总资产周转速度越快。销售能力越强，资产利用效率越高，公司获利也越多，因此，控制总资产周转率。

调节变量 国有持股比例 (SH):为了研究股权性质对管理层持股比例与公司绩效的调节作用是否有显著差别，选用变量国有持股比例 SH 对其进行验证，其计算方法是国家持股与公司总股本的比值。

公司属性 (CA):为了验证回归分析中调节变量对自变量与因变量的调节作用，本文选择公司属性 (CA) 代替国有持股比例 (SH) 作为调节变量检验调节效应。公司性质为国有控股时=1，公司性质为非国有控股时=0。

3.2.3 模型构建

通过对相关文献的学习，结合本文的理论分析，借鉴前人的研究成果，针对本文提出的研究假设 1、2 和假设 3a、3b，选取 2012 年至 2017 年上市公司数据样本，验证上市公司管理层持股与公司的绩效之间的关系及股权性质的调节作用，故构建经济计量模型如下：

模型一：

$$JROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MBO_{it-1} + \beta_{2-8} ControlVariables + \varepsilon_{it}$$

其中因变量为 JROA,代表了公司的绩效指标，自变量为 MBO，代表了公司管理层的持股比例，ControlVarianles 代表控制变量 FSHP，ACF，DEBT，KO，CYCLE，ASSET，TATO，关于变得的详细介绍可以参考表 3.1。

模型二：

$$JROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MBO + \beta_2 M + \beta_3 M * MBO + \beta_{4-10} ControlVariables + \varepsilon_{it}$$

其中 JROA 、 MBO、 ControlVarianles 代表同模型一中意义相同， M 为调节变量，代表国有公司持股比例。



第四章 实证研究

4.1 样本数据描述性统计

4.1.1 总样本数据描述性统计

表 4.1 管理层持股与公司绩效指标的描述性统计

变 量	观测值	平均值	标准差	最小值	最大值
JROA (%)	15178	4.940	10.90	-132.4	1003
MBO (%)	15178	14.48	20.87	0	100
FSHP (%)	15178	35.13	15.07	0.290	90
ACF (%)	15178	7.410	81.13	-5058	4355
DEBT (%)	15178	41.65	26.06	0.800	1213
KO (%)	15178	2.190	3.590	0	135.6
CYCLE	15178	5.160	1.060	-3.600	11.80
ASSET	15178	21.89	1.350	16.12	28.51
TATO	15178	0.670	0.590	0	22.24
GMO	15178	0.040	0.120	0	0.920

数据来源：通过 stata 软件整理得出

在表 4.1 中所示因变量中，总资产净利率(JROA)均值达到了 4.94%，而且标准差也达到了 10.9%，表示上市公司中的 A 股公司总净资产利率较高，但各公司之间的总净资产利率差异较大，这使得数据样本中公司总净资产净利率差异相对较大，观察样本中的某些公司可能具有相对较大的商业规模和健全的管理体系，从而可以提高公司的运营效率。

自变量中，管理层持股比例（MBO）均值达到 14.48%，说明上市公司中管

理层持股的现象普遍存在，标准差为 20.87%，说明每家公司管理层持股比例存在较大差异。

控制变量中，第一大股东持股比例(FSHP)平均值为 35.13%，说明公司股权集中度较高，其中最小值为 0.29%，最大值为 90%，标准差为 15.07%，从数据中可以看出第一大股东持股比例差异性较高，可能是样本数据中大部分是非国有企业且数量比较多，从而造成股权差异比较大。

经营活动产生的现金流比率(ACF)的平均值为 7.41%，说明通过销售业务获得的公司营业利润的 7.41%可以归还给公司，公司的现金流量增加，但标准差达到 81.13%，因此，各上市公司的营业收入与现金流量之间的比值存在较大差异，上市公司可能有不同的管理方式和运营经验。

资产负债率(DEBT)，上市公司的资产负债率均值为 41.65%，说明上市企业的资产负债率比较低，负债经营的上市公司相对较少，这表明它们具有相对较小的财务风险，破产和清算的可能性也较小。标准差为 26.06%，离最大值相差甚远，说明高负债率的企业较少。

速动比率(KO)均值为 2.19%，速动比率过低，上市企业的短期偿债风险较大，标准差达到了 3.59%，比较小，说明这些上市公司没有有足够的流动资产可以立即变现且用于偿还所有流动负债，企业面临的经营风险比较大。

经营周期(CYCLE)，企业的经营周期平均值为 5.16 年，说明企业经营周期时间较长，对于各项资金回拢需要很长时间，对公司经营所需要的现金流会产生制约作用，给企业带来极大的风险。

公司的规模 (ASSET)：上市公司规模的平均值为 21.89，最大值和最小值分别为 28.51 和 16.12，说明公司之间规模差异不大，标准偏差为 1.35，表明上市公司规模大小较为集中。

总资产周转率(TATO)均值为 0.67%，标准差为 0.59%，表示样本中包含的公司资产的总营业额周转率相对较快，并且公司的运营能力相对较好。

调节变量国有持股比例(SH) 均值为 0.04%，说明上市公司中国家参股持股比例较低，标准差为 0.12%，说明在各上市公司中国家所持股份比例之间的差距不大。

4.1.2 国有、非国有数据样本描述性统计

表 4.2 国有公司、非国有公司管理层持股与公司绩效指标描述性统计

变量	公司属性	平均值	标准差	最小值	最大值
MBO (%)	国有	0.610	2.920	0	57.58
	非国有	22.2	22.66	0	100
JROA (%)	国有	3.670	5.930	-84.01	185.3
	非国有	5.63	12.94	-132.4	1003
FSHP (%)	国有	39.59	15.46	7.140	90
	非国有	33.47	14.14	2.2	89.99
ACF (%)	国有	7.930	52.94	-1878	476.3
	非国有	7.12	94.31	-5058	4355
DEBT (%)	国有	50.53	20.34	1.030	186.7
	非国有	36.86	27.77	0.8	1213
KO (%)	国有	1.320	1.690	0.0400	36.04
	非国有	2.65	4.21	0	135.6
CYCLE	国有	4.930	1.230	-3.600	9.530
	非国有	5.27	0.94	-3.45	11.8
ASSET	国有	22.64	1.420	16.18	28.51
	非国有	21.47	1.1	16.12	26.24
TATO	国有	0.700	0.660	0	22.24
	非国有	0.65	0.56	0.01	12.37
SH	国有	0.100	0.180	0	0.920
	非国有	0	0.03	0	0.65

来源：经 stata 软件整理得出

在表 4.2 中所示因变量：总资产净利率比较中，国有上市公司的平均值为 3.67%、非国有上市公司的平均值为 5.63%，国有上市公司总资产净利率的平均值普遍低于非国有上市公司的总资产净利率的平均值，并且国有上市公司总资产收益率的标准差为 5.93%、非国有上市公司总资产净利率的标准差为 12.94%，标准差的差异性不大，造成这种高收益现象的原因可能是非国有上市公司积极引入股权激励机制，与市场的需求相适应，管理体制机制完善，运营效率较高，激励作用较国有公司更加灵活，所以非国有公司所产生的绩效要比国有公司产生的绩效更多。

自变量：管理层持股比例，国有上市公司管理层的持股比例和非国有上市公司管理层的持股比例均值之间相差比较大，国有上市公司管理层持股比例的平均值为 0.61%，标准差为 2.92%，从数据上面可以看出国上市公司管理层持股比例普遍很低，而且公司之间管理层持股比例的差距不大，非国有上市公司的管理层持股比例相对国有上市公司较高，并且公司之间的差距较大。总的来看，在上市公司中国有上市公司的管理人员持股比率比非国有公司的管理人员所持股份比率要低得多。可能是中国政府对国有上市公司管理人员有更严格的管理要求。

控制变量：从上表中可以看出，国有上市公司第一大股东持股比例平均值为 39.59%，最大值为 90%，最小值为 7.14%，标准差为 15.46%，非国有上市公司第一大股东持股比例平均值为 33.47%，最大值为 89.99%，最小值为 2.2%，标准差为 14.14%，国有上市公司的第一大股东持股比例的平均值稍高于非国有上市公司第一大股东持股比例平均值，两者之间的标准差差异性不大，表明政府作为最大股东对上市公司享有绝对控制权，反映出中国上市公司的资本地位相对集中。

资产负债率，国有上市公司的资产负债率平均值为 50.53%，标准差为 20.34，非国有上市公司资产负债率平均值为 36.86%，标准差为 27.77%，国有上市公司的资产负债率的平均值远高于非国有上市公司，很有可能是国有公司依托政府作为后盾在银行贷款，筹措资金方面更加容易，导致国有公司负债率普遍较高，另外，在标准差方面非国有企业的标准差明显高于国有企业，原因是在民营企业中所有者大多数是个人或家族，每个企业的规模，经济实力不同，造成民营企业之间资产负债率差距较国有企业之间的差距更大。

4.2 相关性分析

4.2.1 总样本相关性分析

表 4.3 管理层持股与公司绩效指标相关相分析

	JROA	MBO	FSHP	ACF	DEBT	KO	CYCLE	ASSET	TATO	SH
JROA	1									
MBO	0.103 ***	1								
FSHP	0.035 ***	-0.106 ***	1							
ACF	0.001	0.009	0.029 ***	1						
DEBT	-0.195 ***	-0.294 ***	0.045 ***	-0.038 ***	1					
KO	0.100 ***	0.250 ***	-0.031 ***	0.028 ***	-0.408 ***	1				
CYCLE	-0.071 ***	0.100 ***	-0.083 ***	-0.079 ***	0.016 **	0.029 ***	1			
ASSET	-0.105 ***	-0.385 ***	0.205 ***	0.01 ***	0.396 ***	-0.280 ***	-0.067 **	1		
TATO	0.074 ***	-0.044 ***	0.070 ***	-0.006 ***	0.109 ***	-0.109 ***	-0.416 **	0.013	1	
SH	-0.001	-0.180 ***	0.197 ***	0.005	0.063 ***	-0.045 ***	-0.086 **	0.133 **	0.003	1

注：***、*、*分别表示在 1%、5%、10%水平显著。

数据来源：从 stata 软件整理得出

从总样本的相关分析表 4.3 中可以看出，JROA 和 MBO 均显著高于 1%的水平，这表明研究管理层持股比例和总资产净利率非常重要，管理层持股比例以及 JROA 和 FSHP，DEBT，KO，CYCLE，ASSET 和 TATO 在 1%的水平上显著，而 ACF 和 SH、JROA 则不显著，尽管控制变量之间都体现出了相关性，但相关系数的绝对值均小于 0.3，这表明样本公司各变量的数据不存在多重共线性。

4.2.2 国有上市公司样本相关性分析

表 4.4 国有上市公司管理层持股与公司绩效指标相关性分析

	JROA	MBO	FSHP	ACF	DRBT	KO	CYCLE	ASSET	TATO	SH
JROA	1									
MBO	0.136* **	1								
FSHP	0.066* **	-0.148 ***	1							
ACF	-0.213 ***	0	0.055* **	1						
DEBT	-0.344 ***	-0.151 ***	0.013	-0.077 ***	1					
KO	0.206* **	0.251* **	-0.014	0.014	-0.542 ***	1				
CYCLE	-0.060 ***	0.085* **	-0.062 ***	-0.138 ***	0.127* **	-0.02 4*	1			
ASSET	-0.058 ***	-0.126 ***	0.281* **	0.052* **	0.404* **	-0.24 8***	-0.030* *	1		
TATO	0.083* **	-0.026 *	0.043* **	-0.024 *	0.069* **	-0.06 2***	-0.340* **	-0.030**	1	
SH	0.095* **	0.054* **	0.226* **	0.016	-0.068 ***	0.079 ***	-0.048* **	-0.023	-0.015	1

注：***、*、*分别表示在 1%、5%、10%水平显著。

来源：经 stata 软件整理得出

从国有上市公司样本相关性分析表 4.4 中可以看出国有上市公司总资产净利率（JROA）与国有上市公司管理层持股比例（MBO）在 1% 的显著水平上呈现正相关，说明国有上市公司管理层持股对公司绩效的影响力非常大，且具备积极促进作用。从上述相关分析表格中可以看出，所有控制变量之间都存在较为显著的影响，且系数较小，不具备多重共线性。

4.2.3 非国有上市公司样本相关性分析

表 4.5 非国有上市公司管理层持股与公司绩效指标相关性分析

	JROA	MBO	FSHP	ACF	DEBT	KO	CYCLE	ASSET	TATO	SH
JROA	1									
MBO	0.071 ***	1								
FSHP	0.052 ***	-0.012	1							
ACF	0.030 ***	0.014	0.023 **	1						
DEBT	-0.153 ***	-0.223 ***	-0.016	-0.033 ***	1					
KO	0.074 ***	0.191 ***	0.011	0.031 ***	-0.360 ***	1				
CYCLE	-0.105 ***	0.036 ***	-0.040 ***	-0.063* **	0.022**	0.008	1			
ASSET	-0.092 ***	-0.304 ***	0.060 ***	-0.008	0.302 ***	-0.258 ***	0.007	1		
TATO	0.084 ***	-0.036 ***	0.071 ***	0	0.116 ***	-0.125 ***	-0.471 ***	0.020 *	1	
SH	0.01	-0.050 ***	-0.003	-0.013	0.007	-0.007	-0.004	-0.026 **	-0.015	1

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%水平下显著。

来源：经 stata 软件整理得出

在非国有上市公司的样本相关性分析表 4.5 中，非国有上市公司的总净利率和非国有上市公司的管理层持股显著性系数为 1%，两者之间存在正相关关系，这也表明非国有上市公司的管理层的持股对公司绩效有积极影响。其他部分的控制变量之间存在显着的关系。从表中的数据可以看出，相关系数的绝对值小于 0.5。因此，由于较小的系数值，将不会出现严重的多重共线性。

4.3 回归分析

4.3.1 上市公司管理层持股与公司绩效的回归分析

为了研究管理层持股与公司绩效之间的关系，及股权属性对管理层持股与公司绩效的调节作用，本研究使用 stata15.0 软件对总样本数据进行了多元线性回归，首先，在未加入控制变量及调节变量的基础上运用模型一单独对管理层持股与公司绩效进行回归；其次，在模型一中加入控制变量：第一大股东持股比例、经营活动产生的现金流比率、资产负债率、速动比率、经营周期、公司规模、总资产周转率，再次对管理层持股比例与公司绩效进行回归分析；最后，在模型二中加入所有控制变量、自变量、因变量、调节变量进行回归分析，回归结果如表 4.6 所示。

表 4.6 管理层持股与公司绩效指标回归分析

变量名	未加入控制变量、 调节变量 因变量：JROA	未加入调节变量 因变量：JROA	因变量：JROA
MBO	0.054*** (0.004)	0.026*** (0.005)	0.026*** (0.005)
FSHP		0.033*** (0.006)	0.033*** (0.006)
ACF		-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
DEBT		-0.072*** (0.004)	-0.072*** (0.004)
KO		0.066 (0.027)	0.064** (0.027)
CYCLE		-0.411 (0.090)	-0.415*** (0.091)
ASSET		-0.192 (0.075)	-0.187** (0.075)
TATO		1.426 (0.162)	1.427*** (0.162)

续表 4.6 管理层持股与公司绩效指标回归分析

SH			0.411 (0.769)
c.MBO#c.SH			0.564*** (0.154)
Constant	4.153*** (0.107)	11.649*** (1.721)	11.497*** (1.721)
Observations	15,178	15178	15,178
R-squared	0.011	0.054	0.055

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%水平下显著，括号内数值表示对应系数的 t 值。

来源：经 stata 软件整理得出

本文使用多元回归分析方法来验证研究假设。模型一的结果显示在上表中。假设没有控制变量，则分别测量 MBO 管理层持股比例和总净资产利率 JROA，在回归分析中，回归结果呈正相关，且显著水平为 1%，表明管理层的持股可以提高公司的绩效。

在回归结果表 4.6 中运用模型一，带入选定的控制变量得出结果显示，在无控制变量时和带入控制变量时管理层持股比例和上市公司总净资产利率的回归结果均是正相关，且在 1%水平显著，表明上市公司管理层的持股有利于提高公司的业绩，也证明了上述研究假设 H1a。

控制变量中，第一大股东持股比例 (FSHP) 与总净资产利率 (JROA) 呈正相关，并且在 1%水平上显著，表明第一大股东持股比例越高对公司绩效的影响越大，对公司的绩效提升越大。资产负债率 (DEBT) 与总资产净利率 (JROA) 在 1%的水平上显著且呈现负相关关系，说明资产负债率越高，对公司绩效产生不利的影响。速动比率 (KO) 与总资产净利率 (JROA) 呈正相关关系，在 5%水平下显著，表明公司使用变现流动资金偿还流动负债的能力越强，对公司的绩效提高越多。公司经营周期 (CYCLE) 与公司的总净利率 (JROA) 呈负相关，并且显著高于 1%的水平，这表明越长时间公司的运营周期，但不利于提高公司的绩效，因此，上市公司必须使公司的运营周期最小化，并应加快营业周转率。公司规模 (ASSET) 与公司绩效在 5%水平上呈现负相关显著水平。表明并非公司规模越大越好。当公司达到一定规模时，会因为企业规模过大而造成企业负担从而影响了企业绩效的提升，也表明上市公司目前具有很大的经营规模。如果规

模太大，则必须适当缩小公司规模，以改善公司的运营绩效。

管理层持股比例与国有持股比例的交互项（c.MBO#c.SH）与总资产净利率（JROA）在 1%水平上影响显著，并且呈现正相关。说明股权性质对管理层持股与公司绩效之间的关系具有正向的调节作用。也就是在国有企业中影响更加积极。

以上检验结果没有验证假设 H2a，正好与假设 H2b 正好相反。出现这个结果的原因是：管理层持股比例的增加可以改善公司的业绩并验证社会观念的准确性，也就是说，高薪聘请更有能力的经理人可以有效地促进公司的发展和盈利。在国有上市公司中，管理人员是否持股对公司绩效影响更大，说明公司股权结构不合理，对于管理层人员的持股比例不恰当，无法吸引管理人员努力为公司实现价值目标，反之就是，公司管理层人员所持股份的增加能够更加带动其积极性。在非国有上市公司中，市场竞争非常激烈，促使非国有公司治理体制积极改进，股权激励机制较为完善，激励措施接近管理人员的内部期望，并且管理团队可以在最积极的状态下工作，因此管理层持股度的变化对管理人员的影响有限，产生的影响不如国有上市公司明显。

4.3.2 稳健性检验

为了更好的检验调节效应，本文使用调节变量公司属性（CA）代替调节变量国有持股比例（SH）进行检验，结果如下：

表 4.7 调节效应检验

变量名	加入控制变量
	JROA
MBO	0.021*** (0.005)
FSHP	0.038*** (0.006)
ACF	-0.002 (0.001)
DEBT	-0.070*** (0.004)
KO	0.058**

续表 4.7 调节效应检验

	(0.027)
CYCLE	-0.490*** (0.094)
ASSET	-0.160** (0.079)
TATO	1.384*** (0.165)
CA	-0.907*** (0.230)
c.MBO#c.CA	0.219*** (0.052)
Constant	11.458*** (1.792)
Observations	14,702
R-squared	0.056

注：***、*、*分别表示在 1%、5%、10%水平显著，括号内数值表示对应系数的 t 值。

来源：经 stata 软件整理得出

表 4.7 中反映了公司属性 (CA) 对管理层持股与公司绩效之间调节作用的检验。使用公司属性 (CA) 代替国有持股比例 (SH)，采取管理层持股比例与公司属性的交互项 (c.MBO#c.CA) 进行最小二乘法，该项回归结果表明交互项与总资产净利率之间影响非常显著且存在正相关关系，说明公司属性 (国有、非国有) 对管理层持股与公司绩效之间起到正向促进作用，与之前调节变量国有持股比例 (SH) 所起到的调节作用一致。说明在非国有上市公司、国有上市公司中管理层持股均对公司绩效产生积极的促进作用，但在非国有上市公司中的促进作用没有在国有上市公司中强烈，此结果验证了股权属性的调节作用。

第五章 研究结论及政策建议

5.1 研究结论

本文通过选取在中国上海和深圳 A 股上市的企业作为研究对象,针对上市企业管理层人员的股权激励效果的研究,并针对在国有上市企业与非国有上市企业中股权激励所有发挥的作用进行了比较分析,得出结论如下:

5.1.1 中国上市公司管理层持股与公司绩效正相关

作为中国股权分置改革的一部分,中国国有企业采取了更多的股票激励措施,而不是传统的货币激励措施。随着管理层股权激励比例的增加,公司的业绩显著提高,并且管理层持有股权与公司绩效之间存在显著的相关性。对整个数据样本的回归分析表明,上市公司的管理层持股对公司的业绩有重大影响,并且具有积极的促进作用。其中上市公司管理层是因,而上市公司绩效作为果,体现出上市公司股权激励作用比较明显。借助对上市总样本的回归分析,发现:在回归模型一中,管理层的持股可以提高公司的绩效,也就是说,当一家公开发行股票的公司向管理人员提供一定的股权时,可以有效地促进公司管理层的主观能动性,并使其与公司利益保持一致,促进公司向更好的方向发展,有效地减少了这些公司经理人的短期收入寻租行为,有效地提高了经理人的效率和上市公司的发展。根据国内外学者的研究,股权激励是大多数公司通常用来激励管理人员的一种方法,并且实际上已经在公司治理中发挥了作用。管理层股权激励措施可将公司外部或专业管理人员转化为公司所有者身份,从而降低公司股东对管理层的委托代理成本,并在激励管理人员为公司目标努力工作和专心为股东实现获利最大化方面具有一定作用,这很可能会使管理层根据公司的整体利益而不是个人利益做出管理决策,这将有助于公司的长期发展并最大程度地增加股东财富。因此,管理层可以保持足够的公司股份,合理地组织股份份额,从而可以在一定程度上改善公司的资本结构,提高公司的业绩,促进公司的长远发展。

5.1.2 管理层持股对公司绩效在国有公司产生的效果要比非国有公司更加明显

基于管理层持股比例与公司绩效之间的显著正相关,在模型二中引入了国有持股比例作为调节变量。结果,发现两者仍然显示出显著正相关,并使用公司属性代替国有持股比例通过了调节作用检验。这表明国有持股比例对管理层持股和公司绩效之间的关系中起着正向调节作用。说明在股权性质的调节作用下国有上

上市公司中股权激励产生的效果要强于非国有公司，证明了管理层的持股不仅可以直接影响公司的绩效，而且可以通过股权性质对管理层持股产生影响间接对公司绩效产生积极影响。

5.2 政策建议

根据这项研究得出的相关结论，为进一步促进中国经济和上市公司的更好发展，本文提出以下建议：

5.2.1 针对公司治理中代理问题的政策建议

为了有效地提高中国上市公司的效率，可以给公司经理人一定比例的股份。根据中国经济发展的当前特征，可以看出中国的经济发展处于起步阶段，受国内外相关公司发展的影响，一些上市公司已经注意到管理持股对促进公司发展的重要性。一定比例的股份已授予重要的经理人，但是，这种开发策略尚未在大多数公司中实施。据统计，在上市公司发展过程中，管理人员的持股率仍然很低。根据本文中的研究结果，我们可以看到公司的管理人员可以提高公司的绩效。根本原因是为管理人员提供一定量的股份，可以更好地塑造公司的管理和利益共同体中促进公司的发展，可以极大地调动公司管理人员的主观能动性，并且可以在公司治理和发展过程中更加有效，考虑更多关于公司的利益，可以更好地改善公司的绩效。但是，有必要在股权的具体分配中注意适当的比例，以减少由于持股关系分配不合理而损害公司发展利益的情况。

5.2.2 针对企业股权激励的政策建议

本文的实证研究结果表明，在所有样本中，股权属性对管理层持股和公司绩效的影响均具有显著正相关。它对公司的业绩产生积极影响，但对国有公司的影响要大于对非国有公司的影响。因此，在公司做出投资决策时，有必要充分考虑管理层持股和公司实际控制人股权性质的影响。对于希望通过股权激励计划提高业绩的公司，必须考虑到公司控股股权的性质；对于股权性质不同的公司，管理层持股对公司业绩的提升的程度也不同。

本文中的一项实证研究表明，对于在中国上市的公司，无论是国有公司还是非国有公司，管理层股东比例与公司绩效之间都存在显著的正相关。自从加入调节变量后，管理层持股比例对公司绩效产生的影响变弱了，研究表明：除了管理层持股可以对公司绩效产生提升作用，股权属性也会间接影响管理层持股比例从

而提升公司效益。因此，上市公司可以通过建立一种平衡股权性质与管理层持股水平的机制来最大化公司的收益，否则，即使公司具有良好的激励机制，但是忽略股权性质的调节作用，管理层持股对公司绩效的改善效果可能未达到预期目标。

5.2.3 针对职业经理人培育的政策建议

近年来，国外关于企业高级管理人员实施股权激励已比较成熟，而且实施效果较好。但是，目前在中国实施股权激励的企业还不是很多，一般都是具有很大规模的上市企业，而且普遍存在管理人员持有企业股份得份额较少，激励机制发挥不好，这些管理人员在企业发展和决策过程中权力较小，发挥作用不明显。所以我们必须从以下方向考虑：首先结合实际，制定合理的股权激励机制，配备合理的股权，使得企业管理人员和所有者融为一体，达到互利共赢的目的；同时，需要积极开拓中国的职业经理人市场，它们是现代企业的财富之一，然而这些人才资源的培养主要受到各大企业治理环境和相关人才引进政策的制约，特别是国有企业中，高级管理人员的委托使用通常与政府指派密切相关，主要体现了行政安排，并不是根据市场需求所任命的。因此，通过结合国有企业的相关要求，相关的政府机构或监管机构可以通过减少与代理人之间的冲突并提高代理人员的成本来改善市场机制在引入高级管理人员中的积极作用。这种机制可以尽量避免受到行政干预，合理对高级管理人员进行定位和评价，从而制定合理股权激励体系。因此，有必要依据市场的调解机制，规范和完善职业经理人管理规定，通过市场的调节作用加强职业经理人的管控，提升高级管理人员管理企业的能力素质。同时，倡导上市公司完善高级管理人员的管理办法，并针对不同管理人员进行不同股权激励，帮助企业找到合适的管理人员。

5.2.4 针对国有企业股权配置的政策建议

在公司的发展中，所有权结构意味着产权与实际控制权的关系，这一直是各国学者专家关注的问题。在本文的研究中证明，在国有上市企业中，股权激励在企业中发挥作用受限，激励效果不佳，在非国有企业中，股权激励效果发挥明显，激励的活力更足。根本原因是股权控制的影响，在国有上市公司中，其主体是国有资本，而其他资本所占比例不大，国有资本代表集体利益缺乏其他资本的最大化价值动力，对于实施股权激励措施的推动助力不足。在私人公司中，所有者一般都是个人、利益集合体、多家企业等。公司的价值与私人利益相关，目标的统一使实现公司价值最大化更加容易。在股权流入资本市场的过程中，更多优秀

的职业经理人受到股权激励的诱惑纷纷加入到各大企业帮助它们发展壮大，来满足自己的个人利益。本文的研究表明，在市场经济的带动下，多元化股权结构可以促进企业的良性发展，更加适应当下的发展需求。所以制定合理的股权结构至关重要，也可以满足中国当前的经济发展需求。

5.3 研究不足与展望

在本文的研究中，对相关理论、相关文献的参考以及相关数据模型进行了深入的研究。最后，获得了一些有关上市公司发展的研究成果和建议。但是，本文的研究还存在明显的缺点，如下所示：

(1) 研究内容与实际存在误差

在本文的研究中，将上市公司的管理人员视为统一而没有差别的人员进行调查，这与公司的管理实际情况相矛盾。在公司管理的实际过程中，管理人员受教育程度和经验等因素的影响，这也直接反映在上市公司经理人的股权关系中。因此，在未来的研究中，还应单独研究上市公司的管理层人员，包括职务权限和投资理念。

(2) 研究对象存在片面性

在本文的研究中笼统的把沪深两市所有 A 股上市公司作为一个整体进行了分析和研究，而在实际的公司发展过程中，受到企业的所属行业、营业收入等因素影响，这也直接导致不同上市公司绩效评估的定义和标准不一致。因此，在本文的后续调查中，我们需要进一步完善上市公司，包括这些公司的发展背景和行业特点。

(3) 指标的选取不全面

公司绩效可以通过很多方面的指标体系来反映，然而每一个指标都只能相对反映一方面，但是本文选取总资产净利率作为企业绩效的衡量指标来代表一家企业的经营效益，以点带面，无法全面展示这家公司的整体经营实力。股权性质除了国有持股比例，还包括控股股东性质等，本文只考虑了国有持股比例。将来，可以考虑使用因子分析方法来选择代表公司绩效的整体指标，并在选择适度变量时添加更多相关指标以进行更全面的分析。

(4) 变量之间的内生性考虑不周

本文在进行研究的同时只是假定管理层人员持有公司股权作为一个独立的指标变量，只考虑了管理人员在持有一定的股权后，会被这种报酬形式所激励而带来的努力作为公司所有者实现公司价值最大化，但从未考虑过其与公司绩效这个变量之间的内生关系，二者之间到底是相互影响还是单方面影响，是否存在公司绩效会对管理层持股产生影响，如果存在这种影响，那么以上研究结果的准

确性还存在一定偏差，这些都是在今后的研究中需要进一步考虑的。

鉴于先前的缺陷，可以看出，中国上市公司的管理层持股和公司绩效研究受到许多因素的影响，需要在以后的研究中逐步完善，特别是对于上市公司，应该进一步分析行业的背景和管理权限的水平。



参考文献

- 曹露燕.(2013). *股权结构与公司绩效的实证研究*. (Doctoral dissertation, 东华大学).
- 董丹丹.(2010). 股权集中度、管理层持股对公司业绩影响的研究. *时代经贸*(18), 30-31.
- 杜燃.(2015). *高管薪酬与公司绩效关系*. (Doctoral dissertation, 对外经济贸易大学).
- 顾斌, & 周立烨.(2007). 我国上市公司股权激励实施效果的研究. *会计研究*(2).
- 高雷, & 宋顺林.(2007). 公司治理与公司透明度. *金融研究*(11), 28-44.
- 耿菲菲.(2010). *公司治理视角下研发投入与企业绩效的关系研究*.
(Doctoral dissertation, 对外经贸大学).
- 黄之骏, & 王华.(2006). *经营者股权激励与企业价值——基于内生性视角的理论分析与经验证据*. *中国会计评论*(01), 37-66.
- 胡铭.(2003). *上市公司高层经理与经营绩效的实证分析*. *财贸经济*(4), 60-63.
- 孔峰, & 宋国平.(2011). *股权激励下双重声誉的国企经营者博弈合同分析*. *商业研究*(8), 112-117.
- 康颖.(2013). *上市公司管理层持股与公司业绩的实证分析*.
(Doctoral dissertation, 江西财经大学).
- 李增泉.(2000). *激励机制与企业绩效——一项基于上市公司的实证研究*. *会计研究*(1), 24-30.
- 廖理, & 方芳.(2004). *管理层持股、股利政策与上市公司代理成本*. *统计研究*, 21(12), 27-4.
- 李世刚.(2011). *高级管理层激励与会计稳健性——来自中国A股上市公司的证据*. *财会通讯* (18), 6-9.

- 刘亚莉, 张竹, & 石蕾. (2011). 外部审计、管理层持股与公司价值. *会计之友*(3), 109-111.
- 鲁永峰. (2013). 管理层持股比例与公司业绩关系研究. *赤峰学院学报(自然科学版)*(15), 88-90.
- 罗敏. (2014). 管理层持股对公司长期业绩影响实证研究. *财会通讯*, No.650(30), 61-63.
- 刘增辉. (2014). *创业板上市公司治理结构与经营绩效的关系研究*.
(Doctoral dissertation, 西南政法大学).
- 李阳, & 汪寿成. (2015). 管理层持股与公司绩效实证研究:来自深交所 a 股的经验据.
经济研究导刊(6), 94-98.
- 林璇. (2015). 声誉激励、管理层持股与企业绩效——来自电子通讯行业上市公司的经验证据. *财会通讯: 综合*(2), 29-31.
- 赖丽莎. (2018). *“限薪令”下国企高管股权激励与企业绩效的相关性实证研究*.
(Doctoral dissertation, 电子科技大学).
- 卢宁文, & 孟凡. (2017). 资本结构、高管持股对上市公司绩效的影响——基于我国上市公司的经验数据分析. *经营与管理*(02), 61-64.
- 马润平, 李悦, 杨英, & 张文静. (2012). 公司管理者过度自信、过度投资行为与治理机制——来自中国上市公司的证据. *证券市场导报*(6), 38-43.
- 邱世远, & 徐国栋. (2003). 上市公司股权激励的实证分析. *统计与决策*(12).
- 任海云. (2011). 公司治理对 r&d 投入与企业绩效关系调节效应研究. *管理科学*, 24(5), 37-47.
- 孙丽影, & 杜兴强. (2008). 公允价值信息披露的管制安排. *会计研究*(11), 29-34.
- 宋莎莎, & 彭家生. (2011). 上市公司绩效与管理层薪酬的实证研究——基于 2008-2009 年沪深上市公司的数据分析. *中国管理信息化*, 14(8), 14-15.
- 邵胜楠. (2011). 高科技行业管理层激励与公司绩效. *经营管理者*(6), 110-110.

- 唐现杰, & 王怀庭. (2010). 上市公司股权激励影响公司价值的实证分析. *商业研究*(2), 77-81.
- 吴淑琨. (2002). 股权结构与公司绩效的 u 型关系研究——1997~2000 年上市公司的实证研究. *中国工业经济*(1), 80-87.
- 钟峥, 郑欢, & 李剑虹. (2013). 公司治理、技术创新和企业绩效的实证研究. *统计与决策*(2), 180-182.
- 吴云端. (2015). 高管持股、研发投入与企业绩效——来自创业板高新技术企业的经验证据. *财会通讯: 下*(11), 41-44.
- 温玲玲. (2017). *民营上市公司高管持股比例与组织绩效相关性研究*.
(Doctoral dissertation, 天津商业大学).
- 王坤. (2016). *创业板上市公司会计政策选择研究*. (Doctoral dissertation, 中原工学院).
- 王蓓. (2017). *创业板上市公司管理层持股对公司绩效的影响研究*.
(Doctoral dissertation, 昆明理工大学).
- 徐慧. (2009). *上市公司股权激励方案与激励效果的实证研究*.
(Doctoral dissertation, 南京理工大学).
- 徐平英. (2018). *管理层持股对公司绩效的影响*. (Doctoral dissertation).
- 杨蕙馨, & 王胡峰. (2006). 国有企业高层管理人员激励与企业绩效实证研究. *南开经济研究*, 2006(4), 82-97.
- 于爱芬, & 孙继国. (2015). 上市公司高管薪酬 管理层持股与公司绩效——基于房地产业的实证分析. *青岛大学学报(自然科学版)*, 28(4), 97-101.
- 支晓强. (2003). 管理层持股与业绩关系的理论分析. *财经科学*(2), 5-10.
- 张冬冬, & 卢新生. (2011). 上市公司管理层持股和公司价值关系研究. *财会通讯*(15), 66-68+71.

- 张舰, & 李文豪. . 我国零售行业上市公司股权结构与业绩关系的实证分析. *时代金融*(35), 148+150.
- 翟琪. (2013). *上市公司股权激励效果研究*. (Doctoral dissertation, 天津财经大学).
- 周晓锋. (2015). 我国国有上市公司高管层持股与公司绩效相关性实证分析. *商业经济*(18), 93-95+108.
- 钟嘉时. (2018). *我国民营上市公司高管持股对企业绩效的影响研究*. (Doctoral dissertation, 哈尔滨工业大学).
- Blrle,A., &Means,G.(1932).*The Modem Corporation and Private Property*.New York:Macmillan.
- Courty, P., & Marschke, G. (2004). An empirical investigation of gaming responses to explicit performance incentives. *Journal of Labor Economics*, 22(1), 23-56.
- Canyon, M. J., & Lerong He. (2011). Executive compensation and corporate governance in china. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 1158-1175.
- Chen, M. Y. (2013). Adjustments in managerial ownership and changes in firm value. *International Review of Economics & Finance*, 25(1169), 1-12.
- Demsetz, H., & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, 7(3), 209-233.
- Ghosh, C., & Sirmans, C. F. (2003). Board independence, ownership structure and performance: evidence from real estate investment trusts. *Journal of Real Estate Finance & Economics*, 26(2-3), 287-318.
- Fama, E. F., & Jensen, Michael C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law & Economics*, 26(2), 301-325.
- Francis, J., & Smith, A. (2004). Agency costs and innovation some empirical evidence . *Journal of Accounting & Economics*, 19(2 - 3), 383-409.

- Hanson, J. , Johannesson, H. , & Engstr.M, P. . (2001). Sugar-dependent alterations in cotyledon and leaf development in transgenic plants expressing the hdzhdip gene athb13. *Plant Molecular Biology*, 45(3), 247-262.
- Jensen, M. C., & Warner, J. B. (1988). The distribution of power among corporate managers, shareholders, and directors. *Journal of Financial Economics*, 20(1-2), 3-24.
- Krivogorsky, V. (2006). Ownership, board structure, and performance in continental europe. *International Journal of Accounting*, 41(2), 176-197.
- Kadan, O., & Yang, J. (2016). Executive stock options and earnings management: a theoretical and empirical analysis. *Quarterly Journal of Finance*, 06(02).
- Iqbal, Z., & Dan, W. F. (2007). Executive share ownership, trading behavior, and corporate control: evidence from top management turnover during financial distress. *Journal of Economics & Business*, 59(4), 298-312.
- Michale C. Jensen & Willian H. Meckling. (1976) .Theory of the Firm:Managerial Behavior,Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*.3(76):305-360.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation : an empirical analysis. *Social Science Electronic Publishing*, 20(88), 293-315.
- Mcconnell, J. J. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 595-612.
- Ozkan, N. (2012). Do ceos gain more in foreign acquisitions than domestic acquisitions?. *Journal of Banking & Finance*, 36(4), 1122-1138.
- Stulz, R. (1988). Managerial control of voting rights: financing policies and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*,20(1-2), 25-54.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94(3), 461-488.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1987). Management buyouts as a response to market pressure. *Nber Chapters*, 87-102.

Tee Chwee Ming and Chan Sok Gee.(2008) . The influence of ownership structure on the corporate performance of malaysian public listed companies. *Asean Economic Bulletin*, 25(2), 195-208.

Yong, C. K., & Stulz, R. (1988). The eurobond market and corporate financial policy : a test of the clientele hypothesis. *Journal of Financial Economics*, 22(2), 189-205.

Yeh, J. Y. (2015). Berle-means convergence and its implications for corporate ownership and control. *Social Science Electronic Publishing*.



致谢

时光飞逝，两年的研究生生活就要走到终点，经过两年在泰国正大管理学院的学习，我深刻感受到了经济学知识的高深，也更加体会到治学的艰辛。在正大的学习中我得到了很多老师和同学的帮助，让我收获和成长了许多，在这里我要向他们表示感谢。

首先，我要感谢我的研究生师，也是我的毕业论文指导老师：王宇副教授。每当论文遇到困难，他都不厌其烦的鼓励我积极尝试不同的方法，教导我有困难不要怕，要敢于尝试，试过了才知道可行不可行，不要放大困难而退缩。正是老师的教导激励我不断尝试，不断挑战自己，最终完成了这篇毕业论文。在论文修改的过程中，王宇老师给了我很多有建设性的建议，论文得以不断完善。总之，从论文的选题到定稿，离不开王宇老师的悉心指导，没有老师为我层层把关，是不可能完成今天这篇论文的。

其次，感谢正大管理学院学院所有的教职工老师。感谢后勤老师为我们提供了良好的学习环境，感谢中国研究生中心的老师对我们的殷勤关怀，感谢给我们上课的各位老师的辛苦的指导，正是由于你们的帮助，我的毕业论文才能够顺利进行。同时，感谢国内来自五湖四海的各位同学，在我们求学的道路上相互鼓励，结伴前行。

最后，我要感谢我的父母。感谢您在漫长的学习之旅中所给予的支持，对您的无私关怀和对我的支持，对我人生道路的指导，是我的动力和坚定的支持。

另外，感谢我单位的领导能够在撰写论文阶段对我的帮助与支持！

魏泰邦

二〇二〇年二月六日

声明

作者郑重声明：所呈交的学位论文，是本人在导师的指导下进行研究工作所取得的成果。尽我所知，除文中已经注明引用内容和致谢的地方外，本论文不包含其他个人或集体已经发表的研究成果，也不包含其他已申请学位或其他用途使用过的成果。与我一同工作的同志对本研究所做的贡献均已在独立研究报告中做了明确的说明并表示了谢意。

若有不实之处，本人愿意承担相关法律责任。

学位论文题目：中国上市公司管理层持股对公司绩效的影响

作者签名：_____ 日期：二〇二〇年二月六日



个人简历

姓名：魏泰邦

学历：

2020 年 工商管理硕士（工商管理中文方向）
泰国正大管理学院中国研究生院

2010 年 工学学士学位 通信工程专业
宁夏大学

职业：教师

工作地点：宁夏大学
中国宁夏回族自治区银川市西夏区贺兰山西路
489 号

E-mail: 15009569202@163.com

专业能力/特长：行政管理

