

基于所有权性质的管理层激励模式研究

——基于2009~2014年中小企业板的实证检验

吴 泷(教授), 和芳芳

【摘要】 本文以2009~2014年深圳证券交易所中小企业板上市公司为样本,在控制了公司规模、企业成长性、财务风险、独立董事比例等因素之后,实证分析了不同所有权性质的中小企业板上市公司管理层激励模式对公司绩效影响的差异。研究表明:无论国有还是非国有中小企业板上市公司,管理层薪酬的激励作用较大;随着管理层持股比例的增加,非国有中小企业板上市公司管理层薪酬对公司绩效的影响程度增加,但国有中小企业板上市公司则相反;随着股权集中程度的增加,国有中小企业板上市公司管理层激励模式对公司绩效的影响也会增强。

【关键词】 中小企业板; 公司绩效; 管理层薪酬; 管理层持股; 股权集中度

【中图分类号】 F276.6

【文献标识码】 A

【文章编号】 1004-0994(2016)20-0014-5

一、引言

经营管理者是上市公司引进的人才,如果管理者得到了有效的补偿和激励,既能体现出稀缺的异质性人力资本价值,也能激励他们努力工作,从而实现委托人和代理人之间的互利共赢。我国90%的公司都属于中小企业,因此经济的日益增长有赖于我国中小企业板的发展,中小企业板上市公司采用的管理层激励方式包括货币薪酬和股权激励。虽然高管薪酬与企业绩效相关研究比较多,然而以中小企业数据为样本的研究较少,并且我国中小企业板上市公司管理层持股现象比较普遍且持股比例相对较高,管理层激励模式与公司绩效关系的研究尚未得出一致结论,譬如,管理层薪酬与股权激励中哪种方式对公司绩效的作用更大?本文试图通过国有控股与非国有控股中小企业板上市公司的对比分析,研究中小企业板上市公司管理层激励模式对公司绩效的影响,以及股权集中程度对管理层激励模式与公司绩效关系产生的影响,从而为完善薪酬机制提供参考。

二、文献回顾

(一)国外研究成果

国外高管薪酬的研究起步较早,Jensen和Meckling(1976)研究得出,高管薪酬既能对高管起到约束作用,也能不断吸引人才,从而提高管理绩效;Kevin(2011)以2006~2009年在纽约证券交易所上市的280家公司为样本,研究得出高管薪酬和企业绩效显著正相关的结论;Hall和Liebman(1998)研究发现,管理人员持有的公司股票和股票期权对股东价值的促进作用要比他们获得货币性薪酬对股东价值的促进作用强得多;Berle和Means(2004)研究认为,如果公司

股权结构分散,而管理层只持有少量的股份,会促使他们通过牺牲公司利益来谋求自身利益,但随着他们持股比例的提高,将逐渐与公司的利益趋于一致。另外,在股权集中程度方面,Villalonga和Amit(2006)研究发现,股权集中程度与公司绩效二者呈现一种非线性的函数关系;Thomsen和Pedersen(2001)以欧洲的435家大公司为样本,研究发现在控制行业、资本结构等因素后,股权的集中度与股东财富、公司业绩存在正相关关系。

(二)国内研究现状

我国学者基本上是从2010年开始对中小企业板上市公司管理层薪酬与企业绩效的相关性进行研究的。在中小企业板上市公司的研究中,李江波、赵俐佳(2010)以2006~2008年的中小企业板上市公司为样本,研究发现高管货币报酬、持股比例影响公司绩效程度不同,且对上一期公司绩效影响更显著。夏宁、董艳(2014)对深市中小板上市公司2007~2011年的数据进行了实证分析,研究得出员工薪酬与高管薪酬仅在国有控股中小企业板上市公司中具有激励作用的结论。文先明等(2015)以2009年以前上市的235家中小企业板上市公司2013年年报数据为样本,研究发现中小企业板上市公司高管薪酬与公司业绩、公司规模存在显著正相关关系。陈丹、刘杰琼(2010)以深圳证券交易所中小企业板上市公司为样本研究发现,高管年薪和高管持股对中小企业上市公司绩效有显著的影响,并且高管年薪对公司绩效的促进作用优于高管持股,同时随着第一大股东持股比例的增加,高管年薪与企业绩效的相关性增强,而高管持股比例与企业绩效的相关性并没有增强。另外,陈德萍(2011)以2007~2009年的

中小企业板的数据为样本,以ROE作为公司绩效的度量指标,研究表明,股权集中程度与公司绩效呈显著的正U型关系。尹飘扬(2011)利用中小企业板上市公司2009年的财务数据进行分析,实证结果验证了第一大股东持股比例与企业绩效显著正相关。朱和平(2014)以2010~2012年的中小企业板数据为样本,研究发现股权集中程度与公司绩效呈显著的U型关系,反映了股权集中程度的双重效应。刘绍妮(2013)研究认为,高管薪酬对公司绩效的影响程度会随着股权集中度的改变而改变,适度集中的股权集中度有利于薪酬—契约的履行,也有利于改善公司绩效,但大型国有和非国有上市公司的股权集中度指数的区间不同。

综上所述,国外关于高管激励模式和公司绩效之间关系的检验大多验证了高管薪酬、高管持股能促进公司绩效的提高,主要研究的是大型上市公司,缺乏对中小企业的研究。而我国学者虽对中小企业板上市公司进行了研究,但研究起步较晚,导致研究结论存在较大的分歧,并且大部分学者并没有区分所有制形式。因此,本文在研究中小企业板上市公司管理层激励模式与公司绩效时,定位于国有控股与非国有控股上市公司的对比分析,以研究不同的所有制形式、股权集中程度对于管理层激励模式与公司绩效关系的影响。通过对比分析,为我国中小企业板上市公司管理层激励政策的制定提供必要的依据。

三、研究设计

(一)理论分析与研究假设

根据委托代理理论,当经营管理者与股东之间存在信息不对称时,股东通常会采取一系列措施,减少经营管理者由于道德风险和逆向选择所导致的代理成本,而合理的薪酬绩效契约是降低代理成本最有效的手段。另外,就效率工资理论而言,如果管理层的年度薪酬比较高,那么由其经营导致公司经营绩效不断降低并被公司解雇重新寻找工作的机会成本将会很高,为了避免这种机会成本的产生,他们将努力工作,不断提高公司的绩效。因此,作为自利的管理者,理智的做法就是通过提高公司经营业绩来提高自己的薪酬。为此,本文提出以下假设:

假设1:中小企业板上市公司管理层薪酬与公司绩效正相关。

现代管理者薪酬研究主要源于委托代理理论,设计管理者薪酬应遵循管理者的利益和公司的利益保持一致的原则,从而最大限度地减小两者之间的代理成本。因此,如果管理层持有公司一定比例的股份,相当于给他们戴上了牢固的“金手铐”,使其与股东利益趋同,他们就会不断地努力工作,提高公司的绩效。另外,根据利益聚集假说,公司绩效也将会随着经营管理者所持股份比例的增加而提高。因此,中小企业板上市公司的管理者持股将会促进公司绩效的提高。为此,本文提出以下假设:

假设2:中小企业板上市公司管理层持股与公司绩效正相关。

国有控股与非国有控股上市公司的产权基础不同,可能导致管理层激励对企业经营业绩影响程度不同。其次,国有控股与非国有控股公司管理层的招聘机制不同,国有控股企业的管理层一直是由上级主管部门行政任命,这些管理层具有“政、企”双重身份,因此,这些管理层并不是职业经理人;而非国有控股中小企业板上市公司的管理者采用的是聘任制,他们的选拔、任免与其自身的经营业绩有很大的关系,这些管理层将会面对来自人才市场的竞争压力。再次,与国有控股中小企业板上市公司管理层相比,非国有控股中小企业板上市公司管理层持有公司股份较多,他们的利益逐渐与公司利益趋同,这样他们会尽力提高公司价值以获得更高的报酬。因此,相比国有控股中小企业板上市公司的管理层,非国有控股中小企业板上市公司管理层的人力资本权益对企业的贡献更大。为此,本文提出以下假设:

假设3:非国有控股中小企业板上市公司管理层持股对公司绩效的促进作用优于管理层薪酬。

假设4:国有控股中小企业板上市公司管理层薪酬对公司绩效的促进作用优于管理层持股。

一般而言,管理者与股东对待公司风险的态度不同,前者属于风险规避型,后者属于风险中性型。如果管理者未持有公司股份,就不会为了企业的长远发展接受高风险的投资项目,而会为保证其绩效薪酬不减少接受风险低收益也低的投资项目。如果高层管理者持有公司的股份,代理成本降低,公司的利益与管理层的利益一致,那么公司业绩的提高将会增加管理层自身的利益,因此,如果管理层持有公司股份较多,此时管理者为提高绩效薪酬会追求收益较高的投资项目。这样,随着管理层持股比例的增加,管理层薪酬与企业绩效的关联程度将会增大。虽然中小企业板上市公司的管理层持股比例普遍较高,但国有中小企业板公司因其股权结构的特殊性,相对于民营中小企业板上市公司,其管理层持股比例较低,故国有中小企业板上市公司管理层持股比例的提高对公司绩效的影响较小。为此,本文提出以下假设:

假设5:如果所有权性质不同,随着管理层持股比例的增加,管理层薪酬对公司绩效的影响程度不同。

股权集中程度会对管理者薪酬与公司绩效的关联程度产生影响,在股权集中度高的公司,大股东相对于其他小股东拥有公司更多的股权,导致大股东对公司的经营与管理有很大的干预能力。因此,在追求自身利益最大化的情况下,大股东不仅有动力也有能力加强对公司经营者的监督,并且他们通常会设立合理的薪酬制度,以降低委托代理成本,实现自身利益。为此,本文提出以下假设:

假设6:随着股权集中程度的增大,中小企业板上市公司管理层激励模式对公司绩效的影响也会增大。

(二)变量的选取

1. 被解释变量。公司绩效,本文选取总资产收益率(ROA)作为公司绩效变量。我国中小企业板自从2004年在深交所设立以来,虽然得到了迅速发展,但由于上市时间较短,证券市场尚不完善,并且存在大量非流通股,因此相对于ROA,净资产收益率(ROE)更易被人操纵。

2. 解释变量。管理层的激励模式包括管理层薪酬和股权激励,由于隐性收入等资料难以获得,本文仅考虑上市公司年报中披露的货币性薪酬,借鉴现有文献(卢锐,2007;辛清泉等,2007;王克敏、王志超,2007)的做法,选择上市公司年报中披露的“薪酬最高的前三位高管”作为管理层,取其平均薪酬的自然对数作为管理层薪酬的衡量指标。但对于股权激励,根据公开的数据很难识别哪些股票是自购的,哪些股票是奖励的,但不管是配干股还是送干股,都对管理层具有激励作用。因此,本文对管理层本身持股和公司授予的股份不做区分,统一用管理层持股比例来代替管理层的人力资本权益激励。

3. 控制变量。本文在借鉴以往研究的基础上将公司规模、股权集中度、独立董事比例、总资产周转率、财务风险、公司的成长性设定为控制变量。

具体变量定义如表1所示。

变量类型	变量名称	变量符号	定义
被解释变量	公司绩效	ROA	净利润/总资产平均余额
解释变量	管理层薪酬	ln_P	上市公司前三名高管的平均货币薪酬的自然对数
	管理层持股比例	MSR	管理层所持有股份数/上市公司总股份数
控制变量	公司规模	ln_A	期末资产总额的自然对数
	财务风险	LEW	负债总额/资产总额
	股权集中度	CR	第一大股东持股比例
	独立董事比例	DL	独立董事人数/董事会人数
	公司的成长性	GROW	用营业收入增长率来表示
	总资产周转率	ZZL	营业收入/资产总额期末余额

(三)模型的构建

为了研究我国中小企业板上市公司管理层薪酬以及管理层股权激励与公司绩效的关系,构建如下基本模型:

$$ROA=b_0+b_1ln_P+b_2MSR+b_3GROW+b_4LEW+b_5DL+b_6CR+b_7ln_A+b_8ZZL+\varepsilon$$

四、实证分析

(一)样本的选取与数据来源

本文提取了2009~2014年在深交所上市的中小企业板上市公司的数据进行分析和回归。为了保证数据的有效性,剔除了以下样本:①考虑金融类上市公司资本结构的特殊

性,剔除该类公司。②考虑数据的完整性对于研究的重要影响,删除了5年中残缺的样本,并进行了缩尾处理。③考虑ST和PT上市公司样本数据的特殊性,财务报告风险大、可信度不高,剔除该类上市公司样本。最终得到3311个公司样本(具体见后表)。本文研究的数据主要来源于国泰安数据库,数据处理使用STATA 12.0软件。

(二)实证检验

1. 描述性统计。表2列出了国有控股与非国有控股中小企业板上市公司的公司业绩、管理层薪酬、管理层持股、股权集中度等各项统计值,经过对比发现:第一,非国有控股中小企业板上市公司的平均业绩优于国有控股中小企业板上市公司,但整体业绩均值都较低,差距较为明显;国有控股中小企业板上市公司管理层平均薪酬略高于非国有控股中小企业板上市公司,但不管是国有控股还是非国有控股中小企业板上市公司,管理层个体之间薪酬差距都较大,标准差超过0.6。第二,非国有控股中小企业板上市公司管理层的平均持股比例(0.265)明显高于国有控股中小企业板上市公司管理层平均持股比例(0.0281)。第三,无论国有控股还是非国有控股中小企业板上市公司,大部分公司的资产负债率都在50%以下,其主要融资方式是权益融资,这样公司的偿债能力有一定保证;国有控股中小企业板上市公司平均规模与非国有控股中小企业板上市公司相似,这说明我国中小企业板上市公司之间规模相差不大。第四,国有控股中小企业板上市公司的平均股权集中度高于非国有控股中小企业板上市公司。

	变量	样本	最小值	最大值	平均值	中位数	标准差
国有控股中小企业板上市公司	ROA	534	-0.0728	0.250	0.0586	0.0521	0.0560
	ln_p	534	11.39	14.50	12.96	12.93	0.694
	ln_A	534	20.01	23.73	21.54	21.45	0.855
	MSR	534	0	0.323	0.0281	0.000499	0.0595
	DL	534	0.333	0.455	0.356	0.333	0.0360
	CR	534	13.58	78.84	40.58	39.52	15.39
	ZZL	534	0.111	2.356	0.679	0.588	0.419
	GROW	534	-0.810	4.186	0.277	0.127	0.671
	LEW	534	0.0283	0.820	0.422	0.403	0.202
	非国有控股中小企业板上市公司	ROA	2777	-0.0969	0.234	0.0630	0.0578
ln_p		2777	11.39	14.51	12.84	12.84	0.634
ln_A		2777	19.81	23.78	21.32	21.24	0.756
MSR		2777	0	0.745	0.265	0.222	0.240
DL		2777	0.333	0.571	0.372	0.333	0.0515
CR		2777	10.28	71.56	36.54	35.82	14.26
ZZL		2777	0.157	2.425	0.678	0.584	0.389
GROW		2777	-0.477	3.486	0.230	0.104	0.549
LEW		2777	0.0291	0.790	0.337	0.317	0.186

2. 相关性分析。为了具体研究管理层薪酬、管理层持股与公司业绩的相关性,本文用Pearson简单样本相关系数检验各个变量间的相关性,如表3所示。

表3 变量之间的相关系数矩阵

变量	ROA	ln_p	ln_A	MSR	CR	DL	ZZL	GROW	LEW
ROA	1								
ln_P	0.2180*	1							
ln_A	0.2541*	0.3955*	1						
MSR	0.0901*	-0.0681*	-0.1468*	1					
CR	0.1319*	0.0408	0.0956*	0.0808*	1				
DL	0.0146	0.0503*	-0.0268	0.1858*	0.1141*	1			
ZZL	0.0586*	0.0667*	0.1217*	-0.0956*	0.1362*	-0.0251	1		
GROW	0.0737*	0.0559*	-0.0102	0.0340	0.0108	0.0298	-0.1975*	1	
LEW	-0.2136*	0.00520	0.4372*	-0.1665*	-0.0338	-0.0318	0.2737*	-0.0581*	1

注:*表示在5%水平上双尾检验显著。

从表3可以看出,公司绩效(ROA)与管理层持股(MSR)、管理层薪酬(ln_p)正相关,管理层薪酬与管理层持股负相关。在控制变量方面:公司绩效(ROA)与第一大股东持股比例(CR)正相关,适度的股权集中度有利于促进公司绩效的提高;公司绩效与财务风险显著负相关,与企业规模、总资产周转率、营业收入增长率、独立董事比例正相关。变量之间的相关系数绝对值皆在0.4以下,表明变量之间弱相关,不存在严重共线性。

3. 回归分析。

(1)不同所有权性质的管理层激励模式与公司绩效的回归结果分析。究竟中小企板上市公司哪一种管理层激励模式对公司绩效的影响更强,本文利用中小企板上市公司2009~2014年的数据进行回归分析,如表4所示。

表4 不同所有权性质的回归结果

变量	以ROA为因变量			
	非国有控股企业		国有控股企业	
ln_p	0.173*** (9.57)		0.278*** (6.70)	
MSR		0.058*** (3.42)		0.125** (3.26)
-cons	-0.4019*** (-6.52)	-0.2973*** (-4.87)	-0.3378*** (-10.59)	-0.2852*** (-9.02)
N	2777	2777	534	534
R ²	0.2801	0.2595	0.3842	0.3450
调整R ²	0.2783	0.2576	0.3760	0.3362
F	153.94	138.61	46.89	39.57

注:括号内为t值;*表示p<0.05,**表示p<0.01,***表示p<0.001。下同。

由表4可知,模型的调整R²最低为0.26左右,拟合度还可以接受。无论在国有控股还是非国有控股中小企板上上市公司中,管理层薪酬、管理层持股与公司绩效的相关性均显著(p<0.001;p<0.01),支持假设1和假设2。同时,管理层持股与总资产收益率的标准系数低于管理层薪酬与总资产收益率的标准系数,说明中小企板上上市公司管理层薪酬的变动对公司绩效的促进作用更大,这与假设4不符。虽然与国有控股中小企板上上市公司的管理层相比,非国有控股中小企板上上市公司的管理层持股比例较高,但是管理层持股比例均值(0.265)仍然较低。另外,中小企业管理层的财富还处于积累阶段,短期报酬对他们更有激励作用。

(2)管理层持股分组样本实证结果分析。从表5中可以看出,在国有中小企板上上市公司中,随着管理层持股数量的增加,管理层薪酬对公司绩效的影响不仅没有变大,反而减小了,这与假设5不符。可能因为我国国企实施股权激励计划的时间较晚,直到2005年才明确国企高管可以持股,并且国有中小企板上上市公司管理层持股数量较少,管理层持股比例的均值为0.0281。而对于非国有中小企板上上市公司管理层来说,持股数量较多,管理层持股比例平均值为0.26,随着管理层持股比例的提高,管理层薪酬对公司绩效的影响增强。因为非国有中小企板上上市公司管理层持有公司一定比例的股票,其身份就发生了转变,既是公司的经营者也是所有者,拥有了公司剩余资产的索取权,管理层自身利益就会与股东利益保持一致,从而追求公司价值最大化,甚至是股东价值最大化。因此,公司业绩的提高能增加管理层自身的利益,导致管理层为提高绩效薪酬而追求收益较高的投资项目。随着管理层持股比例的提高,管理层薪酬水平与公司绩效的关联程度增大,薪酬对绩效的影响就会增强。

表5 管理层持股分组样本实证结果

变量	以ROA为因变量			
	国有控股企业		非国有控股企业	
	零持股	持股	零持股	持股
ln_p	0.0246*** (4.91)	0.0132*** (3.35)	0.0185*** (4.85)	0.0194*** (8.32)
-cons	-0.2189** (-2.61)	-0.3644*** (-5.87)	-0.3142*** (-4.72)	-0.3054*** (-10.26)
N	191	343	372	2405
R ²	0.2600	0.4487	0.2992	0.2808
调整R ²	0.2317	0.4372	0.2857	0.2787
F	9.1867	38.9563	22.1977	133.7059

(3)股权集中水平分组回归结果分析。根据我国企业会计准则和经济法,在一般情况下,股东持股比例在20%以下时,视为控制程度较弱;在20%~50%时,视为相对控股;在50%以上时,视为绝对控股。因此,借鉴以上标准,本文对企业股东进行如下分组:①第一大股东持股比例小于20%;②第

□ 改革·发展

一大股东持股比例大于等于20%、小于等于50%;③第一大股东持股比例大于50%。然后,分别对这三组数据进行回归,如表6、表7所示。

表6 国有控股中小企业板上市公司以股权集中程度作为分组依据的回归结果

变量	以ROA为被解释变量					
	以Ln_p为解释变量			以MSR为解释变量		
CR(%)	0~20	20~50	50~100	0~20	20~50	50~100
ln_p	0.0203** (2.69)	0.0152*** (3.52)	0.0251*** (4.65)			
MSR				0.0335 (0.33)	0.0959*** (3.69)	1.3468*** (5.07)
_cons	-0.0933 (-0.65)	-0.5435*** (-7.99)	-0.0592 (-0.66)	0.1449 (1.02)	-0.4898*** (-7.24)	-0.0200 (-0.23)
N	58	333	143	58	333	143
R ²	0.5795	0.4347	0.3046	0.5624	0.4367	0.3221
调整R ²	0.5300	0.4243	0.2739	0.4951	0.4263	0.2922
F	11.7143	41.7768	9.9265	8.3545	42.1139	10.7682

表7 非国有控股中小企业板上市公司以股权集中程度作为分组依据的回归结果

变量	以ROA为被解释变量					
	以Ln_p为解释变量			以MSR为解释变量		
CR(%)	0~20	20~50	50~100	0~20	20~50	50~100
ln_p	0.0131** (3.01)	0.0145*** (8.52)	0.0110** (2.67)			
MSR				-0.0212 (-1.33)	0.0137** (3.17)	0.0097 (1.12)
_cons	-0.4939*** (-6.49)	-0.2528*** (-8.02)	-0.4086*** (-5.38)	-0.4612*** (-5.04)	-0.1983*** (-6.34)	-0.3671*** (-4.91)
N	378	1933	466	378	1933	466
R ²	0.4198	0.2577	0.2342	0.4538	0.2337	0.2245
调整R ²	0.4105	0.2554	0.2242	0.4415	0.2313	0.2143
F	44.7476	111.4628	23.4015	37.1039	97.9139	22.1443

从表6可以看出,在国有控股中小企业板上市公司中,无论第一大股东持股比例(CR)处于何种区间,管理层薪酬与总资产收益率显著正相关,而当第一大股东持股比例达到20%以上时,管理层持股与总资产收益率才显著正相关。同时,随着第一大股东持股比例的提高,管理层激励模式对公司绩效的促进作用更明显。

从表7可以看出,在非国有控股中小企业板上市公司中,无论第一大股东持股比例(CR)处于何种区间,管理层薪酬与总资产收益率显著正相关,但是,随着第一大股东持股比例的提高,管理层薪酬与公司绩效的相关程度并没有呈现递增趋势,而是在股权集中程度适中时,管理层激励模式对公司绩效的促进作用更明显。另外,对于管理层持股与公司绩效之间的关系,当第一大股东持股比例(CR)在20%以下时,管理层持股与公司绩效没有呈现显著的相关关系($p>0.05$);

而当第一大股东持股比例在20%~50%之间时,管理层持股与总资产收益率($p<0.01$)显著相关;当第一大股东持股比例(CR)大于50%时,管理层持股与总资产收益率没有显著关系($p>0.05$)。这与假设6不符,可能是因为在非国有中小企业板上市公司中,当股权集中程度较高时,其他小股东仅拥有公司很小的股权,没有权利对公司的经营理念进行发言,从而不能制约大股东的行为。因此,在这种情况下大股东可能会为追求自身利益而侵害小股东的利益;当股权分散时,虽然能够避免股权高度集中情况下大股东与小股东的两极分化,但是单个股东由于持有公司股份较少,既没有能力也没有动力监督经营管理人员,而此时的管理层拥有公司的控制权,往往为了追求自身利益损坏公司的利益,从而管理层薪酬与公司绩效的关联程度会降低。

五、研究结论

本文以我国2009~2014年中小企业板上市公司的数据为样本进行分析,结果表明:①无论国有控股还是非国有控股中小企业板上市公司管理层薪酬、管理层持股与公司绩效之间的关系都是显著正相关的,但管理层薪酬的激励作用更大;②随着管理层持股比例的提高,非国有中小企业板上市公司的管理层薪酬对公司绩效的影响增大,而国有中小企业板上市公司则相反;③随着股权集中程度的增加,国有中小企业板上市公司管理层激励模式对公司绩效的影响也增大,而对于非国有中小企业板上市公司,管理层激励模式的激励作用在股权集中程度适中时最大。

主要参考文献:

K. J. Sigler. CEO Compensation and Company Performance[J]. Business and Economics Journal, 2011(31).
 夏宁,董艳. 高管薪酬、员工薪酬与公司的成长性——基于中国中小板上市公司的经验数据[J]. 会计研究, 2014(9).
 文先明,钱秋兰,黄颖琪. 高管薪酬与公司业绩实证研究——以中小企业板上市公司为例[J]. 财经理论与实践, 2015(2).
 陈德萍,陈永圣. 股权集中度、股权制衡度与公司绩效关系研究——2007~2009年中小企业板块的实证检验[J]. 会计研究, 2011(1).
 尹飘扬. 公司治理结构与公司绩效的关系——基于中小企业板的实证研究[J]. 会计之友, 2011(34).
 朱和平,李梵雨. 基于股权结构视角的中小企业绩效研究[J]. 财会通讯, 2014(27).
 莫冬燕,邵聪. 高管薪酬、股权激励与公司绩效的相关性检验[J]. 科学决策, 2010(7).
 刘绍妮,王大艳. 高管薪酬与公司绩效:国有控股与非国有控股上市公司的实证比较研究[J]. 中国软科学, 2013(2).
 作者单位:西北大学经济管理学院,西安710127