

國立政治大學經濟學系

碩士學位論文

中國上市公司薪酬差距對經營績效的影響

The Effects of Compensation Gap on the Performance of Listed
Companies in China



指導教授：翁永和 博士

研究生：林晏如 撰

中華民國 一一〇年五月

謝辭

轉眼間，跨越海峽赴台求學已有六載。政大處幽靜之地，喜陰好雨，自強十舍尤甚。每逢雨季，蝸居不出，常有魯迅先生所言：「咀嚼一己小小悲歡，並視之為大世界」之感。唯有上下學間自綜院進出，見連儂牆避無可避，方心系時事。後又遇疫情肆虐，返台求學受阻，實感天下太平、安居樂業來之不易。願求學途中所學、所感、所悟皆銘記于心，學無止境，力爭上游。

感念父母親林立、愛群養教二十余年，予衣食無憂、言傳身教，盼吾健康喜樂，功名利祿亦無所求。感念恩師永和教授，破例授教于愚鈍子弟，每每論文受阻，皆耐心答疑、指點迷津，常令吾豁然開朗。感念馨怡老師、代基老師、典儒助教，于疫情期間援手相助、關心有加，方能準時完成必修學業。亦感謝同班好友婉瓊、滢滢，勤思苦學、集思廣益，經濟系大小考試風雨共濟。感謝同窗舍友陳靜，吃喝遊睡常伴左右，忍吾之挑剔、慣吾之驕縱，忍辱負重一年餘載，仍心懷慈善，常解吾之憂愁。師道既尊，學風自善，感謝人生路上每一程，所遇之人皆良師益友。唯憾與心系之人海峽相隔，聚少離多，爭吵亦喋喋不休。願此番學成返鄉，眼前人是心上人。

晏如 謹致

民國 110 年 初夏

摘要

本研究針對中國滬深兩市上市公司之 2015 至 2019 年資料進行研究，探討高階管理層人員與普通員工的薪酬差距對於中國上市公司經營績效之影響，以驗證「組織行為理論」與「錦標賽理論」在中國上市公司中的適用性。並通過整理回顧過往相關文獻，一併探討其他影響經營績效之可能要素。本研究利用 761 家國有企業與 1285 家非國有企業之面板數據，建立固定效果模型進行回歸分析，探討在不同公司性質下，不同因素對公司經營績效的影響。

本研究實證結果顯示：對於中國國有上市公司而言，「薪酬差距」、「公司規模」、「成長性」、「資本結構」及「股權集中度」5 項變數通過了顯著性水準檢定，即為中國國有上市公司經營績效的重要決定因素。其中，「薪酬差距」這一變數與公司經營績效呈正相關關係，表明錦標賽理論更適用於中國國有上市公司。在現有的政策體制下，可以繼續擴大公司內部的薪酬差距，以此激勵員工創造更高的公司效益。

對於中國非國有上市公司而言，「薪酬差距」、「公司規模」、「經營時間」、「成長性」、「資本結構」及「股權集中度」6 項變數均通過了顯著性水準檢定，為中國非國有上市公司經營績效的重要決定因素。其中，「薪酬差距」這一變數與公司經營績效呈正相關關係，這支持了錦標賽理論的說法。對於中國非國有上市公司而言，擴大薪酬差距的激勵左右還並未完全得到發揮，可以繼續擴大非國有企業內部的薪酬差距，使員工的工作積極性提高，從而提高公司的經營績效。

關鍵詞：薪酬差距、經營績效

Abstract

The objective of this paper is to analyze the impact of the Compensation gap between senior managers and ordinary employees on the company's performance of listed companies in China from 2015 to 2019. In order to verify the applicability of the Organizational Behavior Theory and the Tournament Theory in Chinese listed companies. And through sorting and reviewing the related literature, we also discuss other possible factors that affect performance. This study uses panel data from 761 state-owned enterprises and 1285 non-state-owned enterprises to establish a fixed effect model for regression analysis to identify the impact of different factors on the company's performance under different company properties.

The results of this study show that for state-owned listed companies, the five variables of "GAP", "SIZE", "GROW", "LEV" and "LHR" have passed the significance level test, namely it is the important determinant of the performance of China state-owned listed companies. The variable "GAP" is positively correlated with the performance, indicating that the Tournament theory is more applicable to state-owned listed companies. Under the current policy system, continuing to expand the salary gap within the company to encourage employees to create higher company benefits.

For non-state-owned listed companies, "GAP", "SIZE", "AGE", "GROW", "LEV" and "LHR" six variables have passed the significance level test, which is the important determinant of the performance of non-state-owned listed companies. The variable "GAP" is positively correlated with the performance, which supports the theory of the Tournament theory. For non-state-owned listed companies, the incentives to expand the pay gap have not been fully utilized, and the pay gap within non-state-owned companies can continue to be large, so that employees' enthusiasm for work will increase, thereby improving the company's operating performance.

Keywords: Compensation gap, Performance

目錄

謝辭.....	I
摘要.....	II
Abstract.....	III
目錄.....	IV
表次.....	V
圖次.....	VI
第一章 緒論.....	1
第一節 研究背景與動機.....	1
第二節 研究目的.....	2
第三節 研究範圍與研究方法.....	3
第二章 文獻回顧.....	4
第一節 經營績效之界定與衡量.....	4
第二節 薪酬差距之界定與衡量.....	7
第三節 薪酬差距與經營績效之相關性.....	9
第四節 其他影響經營績效之因素.....	15
第三章 上市公司經營績效相關因素之現況統計.....	25
第一節 數據來源與樣本選擇.....	25
第二節 樣本資料之現況分析.....	26
第四章 實證模型設定.....	46
第一節 變數設計及預期影響方向.....	46
第二節 面板數據之模型檢定與選擇.....	51
第五章 實證結果分析.....	56
第一節 相關性分析.....	56
第二節 實證結果分析.....	58
第六章 結論與建議.....	66
第一節 研究結論.....	66
第二節 研究建議.....	67
參考文獻.....	68

表次

表 2-1	經營績效衡量標準彙整	6
表 2-2	薪酬差距定義與衡量彙整	8
表 2-3	薪酬差距影響經營績效相關文獻彙整	12
表 2-4	其他影響經營績效因素相關文獻彙整	20
表 3-1	中國上市公司國有企業相關變數之敘述統計表	27
表 3-2	中國上市公司非國有企業相關變數之敘述統計表	27
表 3-3	中國上市公司經營績效之基本統計量	28
表 3-4	中國上市公司薪酬差距之基本統計量	30
表 3-5	中國上市公司公司規模之基本統計量	32
表 3-6	中國上市公司經營時間之基本統計量	34
表 3-7	中國上市公司成長性之基本統計量	36
表 3-8	中國上市公司資本結構之基本統計量	38
表 3-9	中國上市公司股權集中度之基本統計量	40
表 3-10	中國上市公司董監事規模之基本統計量	42
表 3-11	中國上市公司獨立董事比例之基本統計量	44
表 4-1	實證模型變數定義及預期影響方向彙整表	50
表 4-2	模型 1 及模型 2 之 F 檢定結果	53
表 4-3	模型 1 及模型 2 之 LM 檢定結果	53
表 4-4	模型 1 及模型 2 之 Hausman 檢定結果	54
表 5-1	國有企業之 Pearson 相關性分析	57
表 5-2	非國有企業之 Pearson 相關性分析	57
表 5-3	中國國有上市公司經營績效之決定因素實證結果	58
表 5-4	中國非國有上市公司經營績效之決定因素實證結果	59

圖次

圖 3-1	中國上市國有企業經營績效統計	29
圖 3-2	中國上市非國有企業經營績效統計	29
圖 3-3	中國上市國有企業薪酬差距與經營績效相關性統計圖	31
圖 3-4	中國上市非國有企業薪酬差距與經營績效相關性統計圖	31
圖 3-5	中國上市國有企業公司規模與經營績效相關性統計圖	33
圖 3-6	中國上市非國有企業公司規模與經營績效相關性統計圖	33
圖 3-7	中國上市國有企業經營時間與經營績效相關性統計圖	35
圖 3-8	中國上市非國有企業經營時間與經營績效相關性統計圖	35
圖 3-9	中國上市國有企業成長性與經營績效相關性統計圖	37
圖 3-10	中國上市非國有企業成長性與經營績效相關性統計圖	37
圖 3-11	中國上市國有企業資本結構與經營績效相關性統計圖	39
圖 3-12	中國上市非國有企業資本結構與經營績效相關性統計圖	39
圖 3-13	中國上市國有企業股權集中度與經營績效相關性統計圖	41
圖 3-14	中國上市非國有企業股權集中度與經營績效相關性統計圖	41
圖 3-15	中國上市國有企業董監事規模與經營績效相關性統計圖	43
圖 3-16	中國上市非國有企業董監事規模與經營績效相關性統計圖	43
圖 3-17	中國上市國有企業獨立董事比例與經營績效相關性統計圖	45
圖 3-18	中國上市非國有企業獨立董事比例與經營績效相關性統計圖	45
圖 4-1	模型檢定流程圖	55

第一章 緒論

第一節 研究背景與動機

從 1992 年起，中國開始踏上了探索國企薪酬制度改革的道路。最初以上海英雄金筆廠等三家國企為試點對國企高階管理人試行年薪制，隨後逐步擴大範圍，直至 1998 年正式明確了年薪制的實施。2003 年，國有資產監督管理委員會成立（以下簡稱「國資委」），並于同年頒布了《中央企業負責人經營業績考核辦法》，首次將國企高階管理人的薪酬與經營績效掛鉤。這項政策充分調動了高層管理人提升企業經營績效的積極性，但在另一方面也擴大了國企高階管理層內部及高管與基層員工的薪酬差距。

而人力資源和社會保障部聯合國資委等六部委在 2009 年頒布的《關於進一步規範中央企業負責人薪酬管理的指導意見》則被視為國企高管的「限薪令」。該「限薪令」中明確規定了國企負責人的基本年薪與上年度企業在崗職工平均工資相聯繫，以達到調控企業負責人與職工工資收入差距的效果。至此，從對國企高管的加薪以激勵企業績效到限薪以縮小收入差距，我國國企的薪酬制度改革探索之路並不順利。

即使國企薪酬改革政策實行多年，中國國有企業高階管理人依靠國家保護性政策、壟斷性資源和行政權力從事國有資產管理而獲取「天價」薪酬，國企薪酬與企業績效不符，企業內部高管與基層員工薪酬差距過大等問題依然頻頻發生，受到社會大眾的廣泛關注與強烈質疑。以浙江省國資委旗下的嘉凱城集團為例，2012 年至 2014 年嘉凱城集團的經營效益大幅度下滑，淨利潤連續三年呈現負增長，並于 2014 年達到了 7400 萬元人民幣的淨利潤虧損。即使面臨著業績連年下滑甚至是巨額虧損的情況，2014 年該企業金額前三的高管薪酬總額仍然高達 600 萬元人民幣，三年復合增長率高達 28.83%。

面對此類並非個例的薪酬不公平現象，公眾對於國企薪酬改革的呼聲越來越高，國企薪酬制度改革的持續推進也迫在眉睫。新一輪的國企薪酬改革方案于 2015 年開始正式實施，其核心內容明確了國企下一步薪酬改革將採用差異化薪酬管控的辦法，重點對行政任命的國企高階管理人及部分壟斷性的高收入行業的高階管理人薪酬水平實行限高，以此來限制「天價」薪酬的現象，並縮小國企內

部的收入分配差距。

這種縮小公司內部員工與高管之間薪酬差距的改革辦法，是否就能夠對於企業的經營績效有所助益呢？在過往關於薪酬差距與企業績效的研究中，形成了兩種具有代表性但觀點截然相反的理論派別：錦標賽理論(Lazear and Rosen, 1981)認為薪酬差距與晉升競爭關係的存在，能夠激發員工努力工作的積極性，從而對於企業的經營績效起到正向的作用；而行為理論則認為當薪酬差距超過一定限度的範圍則會對企業的經營績效起到負面的影響，較小的薪酬差距能夠加強企業員工之間的合作關係，從而提升企業的工作效率與經營績效。

那麼在中國特有的社會主義市場經濟體制下，錦標賽理論與行為理論哪一理論更符合中國上市公司的特性？哪一種做法更能夠有效提高公司的經營績效？在新一輪「限薪令」政策的限制下，國企與非國企的薪酬差距是否會對公司經營績效產生不一樣的影響？這些都是本文希望探究的重點。

第二節 研究目的

基於上述中國國企薪酬差距與國企改革背景，本文著重於研究中國上市公司高階管理人與員工之間的垂直薪酬差距與中國上市公司經營績效之間的相關性，以此驗證錦標賽理論與行為理論在中國上市公司的適用性。除了薪酬制度受國家與政府限制的國有企業外，本文亦想探究中國非國有上市公司高階管理人與普通員工之間的薪酬差距對公司經營績效的影響。

綜上所述，本文研究目的為探討中國上市公司高管人員與普通員工之間的薪酬差距對經營績效的影響。

第三節 研究範圍與研究方法

一、 研究範圍

本文以中國於 2015 年 1 月 1 日經中央政治局審議通過並正式實施的「中央管理企業負責人薪酬制度改革方案」作為背景，選取中國上海證券交易所及深圳證券交易所人民幣普通股（以下簡稱「A 股」）上市公司作為研究對象，以 2015 至 2019 年作為研究期間，對中國 A 股上市公司高階管理人與員工之薪酬差距與公司經營績效的相關性進行研究。

二、 研究方法

本文採用文獻分析與實證分析相結合的方法。首先通過研讀大量國內外有關於薪酬差距與企業經營績效的文獻，並梳理文章的重點內容進行文獻綜述，為薪酬差距及其他影響公司經營績效之因素提供理論支持。在這樣的基礎上結合錦標賽理論與行為理論，分析中國上市公司薪酬差距對經營績效影響的作用機理，同時探討其他因素對經營績效之影響。

在實證方面，本文樣本數據共選取 2046 家中國上市公司 2015 至 2019 共計五年觀測值形成面板數據。對面板數據進行模型檢定後，最終選取固定效果模型（Fixed-effect Model）進行實證分析。為了進一步探尋在新一輪「限薪令」的影響下，依據上市公司股權性質差異，本文將研究對象分為國有上市公司與非國有上市公司，針對二者分別建立固定效果模型進行實證分析。以公司高階管理人與員工之薪酬差距為解釋變數，以公司經營績效為被解釋變數，同時加入其他可能影響公司經營績效之因素作為控制變量，以驗證中國上市公司薪酬差距對經營績效的影響。

第二章 文獻回顧

本文的研究目的主要是探討薪酬差距對公司經營績效之影響，因此將於本章的第一節和第二節分別整理並回顧經營績效、薪酬差距之界定與衡量的相關理論和文獻，第三節梳理了薪酬差距與經營績效之相關性的理論及文獻的研究結果，第四節探討了關於其他可能對經營績效產生影響之因素的文獻研究。

第一節 經營績效之界定與衡量

一、 經營績效的內涵與界定

對於經營績效一詞的含義與其包含範圍的界定，無論是學界還是業界都沒有有一個統一的定義，其中一個很重要的原因是對於不同的國家地區或是處於不同經濟體制背景下的公司，其經營目標大不相同。歐美國家對於企業經營目標的主流觀點是股東利益的最大化，以日本為代表的亞洲發達國家則認為公司的經營目標應該兼顧公司各個利益群體的利益（袁雁鳴，2006）。鑒於本文的研究對象為中國上市公司，而中國公司的經營目標經歷了從計劃經濟時期到市場經濟時期轉軌，至今依然沒有形成主流的觀點。故對於經營績效的定義，本文引用了中國財政部統計評價司的官方解釋，據其所述的公司之績效是指：一段經營期間的企業經營效益和經營者業績。企業經營效益水平主要表現在盈利能力、資產運營水平、償債能力和後續發展能力等方面。

二、 經營績效的衡量

蔡莉，鄭美群（2003）對中、美兩國企業經營績效評價的演進及比較進行了研究：利用財務指標對公司進行評價最早可以追溯到 Alexander Wall（1919），他選取了流動比率、產權比率、固定資產比率、存貨周轉率、應收賬款周轉率、固定資產周轉率和自有資金周轉率這 7 項財務指標並對指標分別給予權重，以此構成綜合的比率評價體系來評價企業的信用水平。1920 年美國杜邦公司將企業的淨資產報酬率（ROE）分解為利潤率、資金周轉率以及權益乘數三個部分，以此深入分析企業的盈利能力和股東權益回報水平，從財務的角度切入為企業經營績

效的衡量提供了依據。由於會計數據易于取得、可比性強，杜邦分析法廣泛地被企業引入和應用，奠定了以財務指標作為企業績效評價方式的基礎。

Carpenter and Sanders (2002) 分別使用了資產報酬率 (ROA) 和托賓 Tobin's Q 作為標準普爾 500 指數中 250 家公司的經營績效衡量標準，以此來驗證高階管理者薪酬與公司經營績效之相關性，實證結果表明兩個指標在自變量的符號和顯著性上的結果幾乎相同。張暉明、陳志廣 (2002) 選擇使用淨資產報酬率 (ROE) 代表企業經營績效，但中國上市公司的 ROE 數據人為操縱的現象較為嚴重，因此同時採用了主營業務利潤率 (OPE) 用以衡量企業的經營績效，實證結果表明 ROE 和 OPE 在考察高階管理者與企業經營績效的相關性上具有相同的效果。林浚清、黃祖輝、孫永祥 (2003) 分別使用每股盈餘 (EPS) 和資產報酬率 (ROA) 衡量公司經營績效，對中國上市公司高層管理者內部薪酬差距對企業經營績效的影響進行研究，結果表明 EPS 與絕對薪酬差距的相關性並不顯著，而 ROA 和 EPS 兩項指標與相對薪酬差距的相關性在符號方向和顯著性上的結果一致。

由此可見，在過往的研究中大部分財務指標對於企業經營績效的衡量效果基本一致，但並不是所有財務指標都適合用於衡量中國體制背景下上市公司的經營績效。如前文所提到的，中國證監會要求上市公司只有連續三年的平均淨資產報酬率 (ROE) 必須超過 10% 且任何一年不低於 6% 的情況下，才具有配股的權利。孫永祥、黃祖輝 (1999) 認為部分上市公司為了保證配股權利使 ROE 超過 10% 而人為操縱會計利潤，因此 ROE 指標可能無法真實衡量中國上市公司的企業收益水平。EPS 作為衡量公司經營業績的指標在實證中並不常被使用，李燦 (2008) 表明 EPS 指標不能有效衡量企業的盈利能力，因為增發等股權融資或股權擴張行為經常會使公司的股本規模發生改變，因此 EPS 將很大程度上受到除了企業盈利值以外的其他因素影響。托賓 Q 這一財務指標通常用於衡量公司在特定時期的成長性和市場價值，但對於中國證券市場而言，由於眾多的國有非流通股的存在，其市場價值無法直接獲取也難以衡量，因此托賓 Q 在我國的應用相較於西方發達國家將大打折扣 (吳曉明、張春宇，2004)。

在對其他較具有代表性的指標中進行選取時，ROA 被認為是較為綜合地衡量了企業經營績效的指標並大量地被使用在實證研究中。資產報酬率 (ROA) 是高管薪酬和公司治理文獻中廣泛用於衡量企業經營績效的指標，因為它表明了企業利用其現有資產的效率，進而反應了整個企業的獲利能力和經營管理水平

(Finkelstein and Boyd, 1998)。唐松、孫錚 (2014) 在對中國上市公司高階管理人員薪酬與企業未來經營績效進行相關研究時，選取的也是 ROA 作為企業經營績效的衡量指標。綜上所述，考慮到中國證券市場的特殊背景，同時也為了確保指標數據的可得性和全面性，本研究將採用資產報酬率 (ROA) 來衡量企業的經營績效。ROA 越高，則代表企業的經營績效越好；反之，ROA 越低，則代表企業的經營績效越差。

表 2-1 經營績效衡量標準彙整

研究者 (年份)	研究結論
Carpenter and Sanders (2002)	分別使用 ROA 和托賓 Tobin's Q 作為標準普爾 500 指數中 250 家公司的經營績效衡量標準。
張暉明、陳志廣 (2002)	同時採用 OPE 和 ROE 衡量企業的經營績效。
林浚清、黃祖輝、孫永祥 (2003)	分別使用 EPS 和 ROA 衡量公司經營績效。
孫永祥、黃祖輝 (1999)	中國部分上市公司人為操縱 ROE，因此 ROE 指標無法真實衡量中國上市公司的企業收益水平。
李燦 (2008)	因增發等股權融資或擴張行為會改變公司的股本規模，EPS 不能有效衡量企業的盈利能力。
吳曉明、張春宇 (2004)	由於眾多的國有非流通股的存在，其市場價值難以獲取與衡量，托賓 Q 在中國的應用大打折扣。
Finkelstein and Boyd (1998)	ROA 是高管薪酬和公司治理文獻中廣泛用於衡量企業經營績效的指標。
唐松、孫錚 (2014)	選取 ROA 作為企業經營績效的衡量指標，研究中國上市公司高管薪酬與企業經營績效。

第二節 薪酬差距之界定與衡量

一、 薪酬的內涵與衡量

根據國際貨幣基金組織（IMF）出版的「Balance of Payments and International Investment Position Manual (BPM6)」，員工的薪酬是指員工在參與企業的生產過程中付出勞動而獲得顧主給予的報酬。對於生產單位為企業的經濟體而言，報酬是企業向員工支付的現金或實物形式的酬金總額；對於生產單位為個人的經濟體而言，報酬是員工個人從企業獲得的現金或實體形式的酬金總額。

Gray and Cannella (1997) 提出薪酬有三個重要的結構需要考慮，分別包括薪酬的總水平、薪酬的風險及薪酬的時間跨度。在本文對於薪酬差距的相關研究中，主要探討的範疇為薪酬總水平的差距，薪酬風險結構中所涉及到的基本薪酬和可變動薪酬將不進行區分研究。薪酬時間跨度結構中的短期薪酬是本文研究的側重點，辭退福利、離職後福利和其他長期薪酬與福利將不納入本文的探討範圍中。為了便於後續的量化研究，本文的薪酬數據將採納中國上市公司在年度報告中「支付給職工以及為職工支付的現金」這一會計分錄中所披露的數據。根據中國財政部印發的「企業會計準則——基本準則」中的規定，「支付給職工以及為職工支付的現金」包含員工的工資、獎金和各種津貼，以及為職工支付保險、住房補助和其他福利費用等。

二、 薪酬差距的界定及衡量

薪酬差距可分為水平薪酬差距與垂直薪酬差距，垂直差距表示同一公司內不同職位級別員工之間的薪酬差距，而水平差距表示不同公司間同一級別員工的薪酬差距（張凱麗，2014）。本文最主要的研究目的為探討同一公司內不同職位級別之間的薪酬差距，應屬於垂直薪酬差距的探討範疇，故水平薪酬差距的相關研究不納入本文的考慮範圍內。

筆者通過對過往的相關文獻的梳理和總結發現，對於垂直薪酬差距的衡量指標分為絕對薪酬差距和相對薪酬差距兩種。在本文的研究中，前者指的是員工與高階管理人之間薪酬的絕對差額，後者指的是員工與高階管理人之間薪酬的比值。

Richard、David and Keith (1993) 使用了絕對薪酬差距對薪酬與組織激勵結構進行了相關研究，周蓓蓓、曹建安、段興民 (2009) 則使用了相對薪酬差距對中國上市公司的薪酬差距與公司績效展開相關性的研究，而林浚清、黃祖輝、孫永祥 (2003) 同時採用了兩種衡量方式最早對中國上市公司的薪酬差距進行研究。由此可見，在過往的文獻中相對薪酬差距和絕對薪酬差距二者均可以作為薪酬差距的衡量指標。因此，本文借鑒周蓓蓓、曹建安、段興民 (2009) 的方法，採用相對薪酬差距展開研究。

表 2-2 薪酬差距定義與衡量彙整

研究者 (年份)	研究結論
Gray and Cannella (1997)	<p>薪酬的三個結構：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 薪酬總水平：薪酬的多少。 2. 薪酬風險：基本薪酬與可變動薪酬。 3. 薪酬時間跨度：短期薪酬與長期薪酬。 <p>薪酬差距的兩大維度：</p>
張凱麗 (2014)	<p>垂直差距：同一公司內不同職位級別員工之差距。</p> <p>水平差距：不同公司間同一級別員工之差距。</p>
Richard、David and Keith (1993)	使用絕對薪酬差距對薪酬與組織激勵結構進行了相關研究。
周蓓蓓、曹建安、段興民 (2009)	使用了相對薪酬差距對中國上市公司的薪酬差距與公司績效展開相關性的研究。
林浚清、黃祖輝、孫永祥 (2003)	同時採用了兩種衡量方式，最早對中國上市公司的薪酬差距進行研究。

第三節 薪酬差距與經營績效之相關性

在過往關於探討薪酬差距與企業績效的研究中，逐漸形成了兩種觀點截然相反的理论派別：行為理論和錦標賽理論，且兩種觀點都得到了實證研究的支持。

一、 行為理論

行為理論是從心理學的角度對薪酬差距與企業績效之間的關聯提供了理論支持，其核心思想是人們心中對於薪酬公平感的衡量。該理論認為將薪酬差距維持在一定限度的範圍，以實現盡量平均的薪酬制度，有助於營造公司內部團隊合作的氛圍，使得公司的經營績效得到提升。發展至今，與薪酬差距和企業績效相關的行為理論主要由三個重要的分支組成：相對剝削理論、社會比較理論與組織行為理論。

(一)相對剝削理論 (Relative Deprivation Theory)

Olson、Heman and Zanna 在 1986 年于西安大略大學舉辦的第四屆社會心理學研討會的會議記錄中介紹到：相對剝削一詞最早是由 Stouffer 在 1949 年研究美國士兵時發現，在晉升率較大的士兵營中，滿意度調查結果卻並不理想，從而最早提出相對剝削理論。後由 Davis (1959) 正式總結並提出了正式的相對剝削理論。總體而言，它指的是人們將自己的處境與他人的處境或是某種客觀標準相比較，如果自己的處境相對而言處於劣勢就會產生受到剝削的感覺，這種感覺會產生消極情緒，通常可以表現為不滿、憤怒或怨恨。

(二)社會比較理論 (Social Comparison Theory)

社會比較理論與相對剝削理論及其相似，都是人們將自己的處境通過比較的方式產生某種心理反應，但社會比較理論強調的是在缺乏客觀、物理現實的情況下，人們會通過與他人比較作為評量的尺度來評價自己的觀點和能力。(Olson、Heman and Zanna, 1986)。也就是說，在社會比較理論中，每個人對於自己薪酬的看法都是基於與他人比較的。該理論最早在由 Festinger (1954) 提出，其研究表明比較可分為向上比較、向下比較和平行比較三種。而這三種比較可能會導致

對比效應或是同化效應兩種結果，前者指的是在向上比較時，面對更優秀的比較對象會使比較者對自己的評價不全面而有所低估，而在向下比較時又會高估自我評價；同化效應則與對比效應相反，在向上比較時會不自覺高估對自己的評價，而與稍遜于自己的人比較時會低估自我評價。朱蘇麗（2007）研究了對比效應在薪酬公平感中的作用機理：無論參照對象的薪酬水平如何，只要對方的實際薪酬超出了自己的預期，均會產生不公平感，且兩者的差距越大，這種不公平感越強烈。

（三）組織行為理論（Organizational Behavior Theory）

組織行為理論認為一個組織內的成員會在各種行為之間做出選擇，這種選擇可能會給組織帶來好處，但也涉及到實際的成本（Milgrom and Roberts, 1988）。擴大組織內部的薪酬差距，首先會使成員選擇增加自身的努力水平以獲取更高的職位和薪酬。但這個結果是通過選擇減少當前工作時間，而將減少的時間分配用於提升自我晉升能力來實現的。此外，成員為了完成當前的工作匯報還有可能從事其他政治行為選擇，包括通過工作以外的影響提高自己的聲望、妨礙上司獲得真實的信息、陷害競爭對手等。因此，該理論認為由於晉升機制和政治行為的存在，團隊間的有效合作變得尤為重要，利己行為和政治操弄這兩種選擇的成本超過了員工提高努力水平所創造的價值和收益。為了促進團隊間更有效的合作，組織應該將內部的薪酬差距縮小並控制在一定的水平內。

綜上所述，行為理論認為較大的薪酬差距並不能夠給企業的經營績效帶來積極的影響，反而會更容易使員工產生被剝削感和不公平感，降低了員工工作的積極性，同時容易使員工滋生不滿的情緒，從而影響了企業的經營績效。而較小的薪酬差距可以促進團隊的凝聚力，提升員工的滿意度，進而提升企業的經營績效。Cowherd and Levine（1992）將該理論用於研究員工薪酬差距與員工積極性及企業的產品質量之間的關係，其研究中表明，級別或薪酬較低的員工對薪酬的看法將受到工資與地位較高的人員的影響，當他們在比較之後認為自己沒有獲得應得的薪酬時，這種比較會產生被剝奪的感覺，從而會產生怠工甚至罷工的負面行為。此外，由於薪酬通常由生產力所決定，而員工通常認為高階管理人員本身就擁有更大的能力或權利影響生產力，但高階管理人員在工作上花費的時間和努力卻難以

衡量。因此，即使高階管理人對公司做出了更多的貢獻，他們與員工之間的薪酬差距也可能會使員工們產生被剝削的感覺。Siegel and Hambrick (1996) 對 64 家上市公司的數據進行了實證研究，結果表明工作的技術性越密集，員工之間工作任務的相互依賴性越高，而較大的薪酬差距，往往會降低員工之間的合作程度與信息共享程度，擴大地位差距，組織的績效就會受損。

二、 錦標賽理論 (Tournament Theory)

錦標賽理論最早由 Lazear and Rosen (1981) 提出，該理論提出了一種與計件工資制度不同，但普遍存在於許多勞動合同中的競爭薪酬制度。這種按照序數排列進行薪酬獎勵的制度重點關注的是參賽者的排名，而不是絕對的貢獻或績效數值。對於公司內部而言，錦標賽理論適用於解釋職位層級間的晉升制度，晉升成功的員工可以被視為比賽的勝利者，將獲得更高的薪酬獎勵。這裡的薪酬獎勵不一定反映了員工的生產力，但這種特殊的薪酬結構可以使得員工在整個工作生涯中生產效率更高。而且員工之間的薪酬差距越大，職位晉升的獎勵越能夠對員工起到激勵效果，以此激發員工努力工作的積極性，從而有益於公司的經營績效。另一方面，當公司存在委託代理情況時，公司的所有者與經營者將會出現資訊不對等的情況，所有者對經營代理人的監督存在一定的困難性。若公司的薪酬差距越大，員工消極怠工所可能要承擔的損失將越大，擴大薪酬差距可以降低公司內部經營成本的管控，使得公司委託雙方利益取得一致，有利於公司經營績效的提升。

國內外的一些實證研究支持了錦標賽理論在薪酬差距與公司績效關係中的適用性。Main, O'Reilly and Wade (1993) 就薪酬差距在錦標賽理論和組織行為理論中所存在的爭議進行了實證分析，其實證結果表明公司的薪酬差距與公司業績呈正相關，即薪酬差距越大公司的績效越高；反之，薪酬差距越小，公司績效水平就越低。這一結果支持了錦標賽理論在薪酬制度上的作用，並認為錦標賽的設置對公司績效起到了積極的作用。林浚清、黃祖輝、孫永祥 (2003) 對中國上市公司的薪酬差距和公司未來績效之間的關係進行了檢驗，實證結果最終也支持了錦標賽理論，並認為中國公司普遍薪酬差距較小，導致錦標賽的激勵效果減弱，因此建議中國公司應該提高薪酬差距以發揮晉升制度中的激勵效應。

表 2-3 薪酬差距影響經營績效相關文獻彙整

研究理論	研究者 (年份)	研究結論
相對剝削理論	Stouffer (1949)	研究美國士兵時發現，在晉升率較大的士兵營中，滿意度調查結果卻並不理想，從而最早提出相對剝削理論。
	Davis (1959)	人們將自己的處境與他人或是某種客觀標準相比較，如果自己處於劣勢就會產生受到剝削的感覺，產生不滿、憤怒或怨恨等消極情緒。
社會比較理論	Festinger (1954)	可分為向上比較、向下比較和平行比較三種，這三種比較最終會導致兩種效應：
		1. 對比效應：在向上比較時，面對更優秀的比較對象會使對自己的評價不全面而有所低估，而在向下比較時又會高估自我評價。
		2. 同化效應：在向上比較時會不自覺高估對自己的評價，而在與稍遜于自己的人比較時，則會低估對自我的評價。
	朱蘇麗 (2007)	對比效應在薪酬公平感中的作用機理：無論參照對象的薪酬水平如何，只要對方的實際薪酬超出自己對其薪酬的預期，均會產生不公平感，且兩者的差距越大，不公平感越強烈。

表 2-3 薪酬差距影響經營績效相關文獻彙整 (續)

研究理論	研究者 (年份)	研究結論
組織行為理論	Milgrom and Roberts (1988)	利己行為和政治操弄的成本超過了員工提高努力水平所創造的價值和收益。組織應該將內部的薪酬差距縮小並控制在一定的水平內，以促進團隊間更有效的合作。
錦標賽理論	Lazear and Rosen (1981)	該理論提出了一種按照序數排列進行薪酬獎勵的制度，適用於職位層級間的晉升，晉升成功的員工將獲得更高的薪酬獎勵。員工之間的薪酬差距越大，職位晉升的獎勵激勵越有效。另一方面，薪酬差距越大，員工消極怠工所要承擔的損失將越大，擴大薪酬差距可以降低公司內部經營成本的管控。
實證研究文獻	Cowherd and Levine (1992)	運用行為理論研究員工薪酬差距與員工積極性及企業產品質量之間的關係，結果表明當級別薪酬較低的員工認為自己沒有獲得應得的薪酬時，會產生被剝奪的感覺，從而產生怠工甚至罷工的負面行為。
	Siegel and Hambrick (1996)	對 64 家上市公司進行實證研究，結果表明工作的技術性越密集，員工之間工作任務的相互依賴性越高。較大的薪酬差距，會降低員工之間的合作程度與信息共享程度，擴大地位差距，組織的績效就會受損。

表 2-3 薪酬差距影響經營績效相關文獻彙整 (續)

研究理論	研究者 (年份)	研究結論
實證研究文獻	Main, O'Reilly and Wade (1993)	對薪酬差距在錦標賽理論和組織行為理論中所存在的爭議進行了實證分析，其結果表明公司的薪酬差距與公司業績呈正相關，支持了錦標賽理論在薪酬制度上的作用。並認為錦標賽的設置對公司績效起到了積極的作用。
	林浚清、黃祖輝、孫永祥 (2003)	研究中國上市公司的薪酬差距和公司未來績效之間的關係，實證結果支持了錦標賽理論，並認為中國公司普遍薪酬差距較小，導致錦標賽的激勵效果減弱，因此建議中國公司應該提高薪酬差距。

第四節 其他影響經營績效之因素

本節將探討除了薪酬差距以外，其他可能影響公司經營績效之影響因素。包括公司特性（包括公司規模、經營時間、成長性共三個維度）、資本結構、股權結構（包括股權集中度、董監事會規模、獨立董事比例共三個維度）共三個構面。

一、 公司特性

（一）公司規模

通常可以從投入、產出和人力資本三個角度分析定義公司規模：從公司投入的角度看，公司規模指的是公司所擁有的生產要素的集約程度，通常以公司的資產總額作為衡量指標；從公司產出的角度看，公司規模指的是公司的總產出水平或總營收水平，通常以公司營業額或銷售額作為衡量標準；從人力資本的角度來看，公司規模指的是公司的員工人數。

在過往對公司績效進行相關研究時，將企業規模作為控制變量非常常見。Geroski (1998) 認為公司的規模既直接影響著公司經營績效，也通過影響其他因素間接影響公司的經營績效，尤其是與企業增長相關的因素。從規模經濟的角度而言，隨著公司生產和經營規模的擴大，公司的生產成本將會不斷下降。公司的可用資源決定了它們在業績上的差異，規模較大的公司在規模和創造上的累計，使它們能夠在差異化和成本方面獲得競爭優勢 (Fernandez, 2019)。從管理和人力資本的角度而言，公司規模的大小也會影響到公司的薪酬結構和薪酬差距。Evans and Leighton (1989) 實證表明公司願意付給員工的薪酬會隨著公司規模的增加而增加，規模較大的公司通常擁有更多元的管理層次和薪酬結構，這也導致規模大的公司薪酬差距會更大。

（二）經營時間

一般而言，經營時間越久的企業進入市場的時間越早，越容易在市場中取得先發優勢 (First-mover Advantage)，掌握長期的市場控制力，從而使企業能夠持續發展與盈利。Robinson and Fornell (1985) 最早提出了這一概念，他們認為在廣泛的消費品行業中，市場先鋒通常會擁有競爭力較強的營銷組合，帶來相對直

接的成本節約和長期的消費者信息優勢，從而比新加入者擁有更高的市場份額，長期的高市場佔有率則會帶來更高的投資回報。Lieberman and Montgomery (1988) 較為系統性地建立了先發優勢理論框架，其研究表明先發優勢主要來源於技術領先、對稀缺資源的優先搶佔及買家轉換成本，一旦公司抓住這些機會搶先進入市場，這些優勢就可以幫助公司確立自己的市場地位並獲得競爭優勢。但先行者的優勢也可能會被各種缺點所抵消，先驅公司需要解決新開發市場和技術不確定性的問題，技術或客戶需求也隨時可能轉變，這些劣勢都可能成為部分後發制人的公司所享有的優勢。後來者可能受益於先發者在技術、市場教育、基礎設施開發等方面的投資成果，存在「搭便車」的行為。

Brown and Lattin (1994) 提出了一個市場時間效應的模型，對 129 個消費品進行實證研究，研究結果顯示企業的領先優勢與其品牌在市場上的時間長度有關：品牌在市場上的時間越長，其市場相對份額的優勢就越大。並不是說基於市場時間的優勢一定會使先驅者收益，市場時間優勢的前提是進入者通過意識和成功的嘗試獲得積極的消費者態度。Golder and Tellis (1993) 使用 50 個產品類別作為樣本，實證結果表明先發者的長期市場份額領導地位這一主張僅在 50 個產品類別中的 4 個得到支持，其餘 46 個類別中的先發者或遭遇失敗，或無法在市場份額中長期保持領導者的地位。彭小雨 (2018) 對中國跨境進口零售電商市場進行研究，結果表明先發者最初因較早進入市場而獲得先發優勢，但隨後在市場競爭中被後進者超越而失去了市場主導地位。

(三) 成長性

成長性是一個上市公司在發展的各方各面所體現出來的多元化體綜合特征，由於多方面指標的向好發展，使該公司業績上升、常常伴隨著規模的擴大。(吳世農、李常青、余璋，1999)。縱觀企業成長理論的演變歷程，根據其增長的動力源大致可以分為外生增長理論與內生增長理論。外生增長理論認為企業的成長是由於受到外界因素的影響而促成的，是一個無法由自身控制的被動增長過程。而內生增長理論則認為，企業的成長取決於企業本身所擁有的資源、技術和能力，企業可以通過主動構建內部的知識和能力體系，從而改變自身的狀況來促進未來的成長。具有代表性的是 Penrose 的企業成長理論，企業作為一個多元機構，是各項資源的結合體，企業所擁有的資源是企業增長的內在動力能量。

在企業成長性相關的實證研究中，Nissim and ZIV (2001) 認為營業收入增長率反應了企業在某一特定時期的增長能力，當該指標與公司績效同方向變動時，有利於公司業績的提升。馬輝 (2008) 將公司成長性指標納入控制變量，使用淨利潤增長率作為公司成長能力的衡量指標，研究了中國上市公司成長性與經營績效之間的關聯性。章劉成、夏萍 (2020) 研究表明，淨資產增長率這一指標反應了股東權益的收益增長水平，進而評價了企業成長性的大小，其實證研究結果顯示企業的成長性與財務績效有較強的正相關關係。

二、 資本結構

資本結構是公司所擁有的資本的價值構成和比例關係，一般可分為股權資本和債務資本。一家公司的資本結構對其經營治理甚至整體企業價值有著巨大的影響，公司未來的收益或損失等信號通常會通過資本結構的變化傳遞給外部投資者。對於中國的上市公司而言，普遍存在負債水平偏低、資產負債結構不合理的現象，平均流動負債比重偏高，約占負債總額的 80%，而平均流動負債比重偏低 (封鐵英，2006)。

權衡理論 (Trade-off Theory) 和優序融資理論 (Pecking Order Theory) 是資本結構與公司經營績效的兩大主流理論。權衡理論認為負債可以幫助公司減少稅收，只要可以避免過度負債而引起的破產危機，增加公司的負債比率可以為公司減少賦稅成本而帶來收益。而優序融資理論則表明由於市場存在信息不對稱的情況，當公司選擇向外部融資時，往往會向外界投資者傳遞公司資金短缺、未來收益下滑等負面資訊，所以會更偏好於內部融資。因此，獲利性較高、績效較好的公司其資本負債比率往往較低，因為這些公司擁有由內部產生資金的能力而不需要選擇向外界融資。Titman and Wessels (1988) 最早對資本結構的影響因素進行了全面的研究，以美國製造業中的 469 家上市公司為樣本，研究結果表明負債比率與公司的獲利能力呈現負相關，支持了優序融資理論。王娟、楊鳳林 (2002) 對中國 849 家非金融類上市公司進行了實證研究，結果顯示中國上市公司的盈利能力 (ROE 指標) 與資本結構存在著明顯的正向關係，支持了權衡理論。

三、 股權結構

股權結構是各個投資主體持有公司股票の種類和數量的分佈結果，投資主體包括公司法人及其他自然投資人。對於中國的上市公司而言，股權結構可以分為三層含義，分別是股權集中度、股東性質和股權構成。（趙建鳳，2013）本文主要從股權集中度、董監事會規模及獨立董事比例三個角度分析其與公司經營績效之間的關係。

（一）股權集中度

在過去關於高階管理人持股與公司績效之間關聯性的研究中，積極監督假說（Active Monitoring Hypothesis）認為大股東的職責就是監督檢查公司各項經營活動，因此當大股東手中集中大部分股權時，大股東們的監督力量越大，從而提高公司的經營績效，也越有誘因使股東們積極監督高階管理層做出與股東利益一致的決策。Grossman and Hart（1980）研究表明，在股權分散的情況下，小股東們普遍存在疏於監管的「搭便車」行為。因此，股權結構過於分散不利於股東對於公司管理層的監督，也不利於公司價值的提升。Shleifer and Vishny（1986）認為當股權集中在大股東身上時，能夠有效地減少「搭便車」行為進而督促股東監督管理層的行為，限制管理層為了謀求自身利益而做出損害公司收益的行為，從而降低經理人的代理成本。

國內關於股權集中對與企業經營績效相關性的實證研究並沒有形成統一的結論。徐莉萍、辛宇、陳工孟（2006）利用 4845 個中國公司年度觀察值進行研究，結果顯示：不同性質控股股東所控制的上市公司子樣本中，股權集中度和公司經營績效之間都存在著的顯著正向關係。孫永祥、黃祖輝（1999）對中國 503 家上市公司進行研究，得出公司經營績效與第一大股東持股比例呈導 U 型關係的結論。劉國亮、王加勝（2000）分別以每股收益、總資產報酬率和淨資產報酬率三個指標作為公司經營績效的衡量指標，研究其與股權集中度的關係，結果表明減少國有集中持股在上市公司股權中的比重能夠導致公司經營績效的提高。

（二）董監事會規模

上市公司董事會成員最基本的責任是以知情的方式監督高階管理層的表現，

持續充當公司管理的積極監督人，還應該在公司長期戰略、財務和組織目標的制定中發揮積極作用，並批准實現這些目標的計劃，此外還應該根據這些計劃參與短期和長期績效的定期審查，並在有必要時提出糾正(Lipton and Lorsch, 1992)。監事會作為公司的內部監察機構，主要負責監督檢查公司的財務會計活動；監察董事會及高階管理人是否存在違反法律、法規或公司章程的行為；阻止董事及管理層進行損害公司利益的行為；提議召開臨時股東大會等（李偉民，2002）。

Lipton and Lorsch (1992) 認為董事會的規模應該限制在最多十名董事，最佳人數應控制在 8 至 9 人以便於讓董事們更好地相互了解，並在有效的討論中達成真正的共識，從而提高公司的績效和競爭地位。Yermack (1996) 最早使用 Tobin's Q 用於衡量績效表現，對美國 452 家大型工業公司的董事會規模和公司價值之間的關係進行研究，結果顯示董事會規模較小的公司價值更高。孫永祥、章融(2000) 研究 1998 年 517 家中國上市公司指出，公司董事會規模與公司績效之間呈負相關，但不具有統計顯著性。于東智、池國華 (2004) 的實證分析表明，中國上市公司董事會規模與公司經營績效指標之間呈現非線性的曲線關係。

(三) 獨立董事比例

獨立董事制度作為改進公司治理結構的重要舉措，其主要職責是積極維護股東的利益，在重大決策問題上獨立發表意見，在選派管理層人員、制定薪酬機制、評價業績表現等方面發揮應有的作用（李佔雷，2010）。Fama and Jensen (1983) 認為，獨立董事的存在能夠使董事會更有效率地盡到監督和限制管理層徇私的責任，從而有利於企業市場價值的提升。吳淑琨、劉忠明、范建強 (2001) 最早研究了中國 476 家上市公司中非執行董事比例與公司績效，結果表明提高獨立董事比例有利於公司績效的提高。在市場監控機制還不完善的情況下，提高獨立董事的比例可以對改善公司治理機制起到一定作用。

表 2-4 其他影響經營績效因素相關文獻彙整

解釋變數	研究者 (年份)	研究結論
公司規模 (SIZE)	Geroski (1998)	公司規模既直接影響經營績效，也通過影響其他因素間接影響績效，特別是與增長相關的因素。
	Fernandez (2019)	公司的可用資源決定了業績差異，規模較大的公司在規模和創造上的累計可以獲得差異化和成本方面的競爭優勢。
	Evans and Leighton (1989)	實證表明公司的願付薪酬會隨著公司規模的增加而增加，規模較大的公司通常擁有更多元的管理層次和薪酬結構，這也導致規模大的公司薪酬差距會更大。
經營時間 (AGE)	Robinson and Fornell (1985)	在消費品行業中，市場先鋒通常比新加入者擁有更高的市場份額和更高的投資回報。
	Lieberman and Montgomery (1988)	先發優勢主要來源於技術領先、對稀缺資源的優先搶佔及買家轉換成本。但後來者可能受益於先發者在技術、市場教育、基礎設施開發等方面的投資成果，存在「搭便車」的行為。
	Brown and Lattin (1994)	利用市場時間效應的模型對 129 個消費品進行實證研究，研究結果顯示品牌在市場上的時間越長，其市場相對份額的優勢就越大。

表 2-4 其他影響經營績效因素相關文獻彙整 (續)

解釋變數	研究者 (年份)	研究結論
經營時間 (AGE)	Golder and Tellis (1993)	對 50 個產品類別進行研究，實證結果顯示僅有 4 個類別支持先發者優勢理論，其餘 46 個類別均未能長期保持領導者的地位。
	彭小雨 (2018)	對中國跨境進口零售電商市場進行研究，結果表明先發者最初因較早進入市場而獲得先發優勢，但隨後在市場競爭中被後進者超越而失去了市場主導地位。
成長性 (GROW)	吳世農、李常青、余瑋 (1999)	成長性是一個上市公司在經營管理及發展趨勢的綜合特征，由於多方面指標的向好發展，使公司業績上升、常常伴隨著規模的擴大。
	Nissim and ZIV (2001)	營業收入增長率反應了企業在某一特定時期的增長能力，當該指標與公司績效同方向變動時，有利於公司業績的提升。
	馬輝 (2008)	將公司成長性指標納入控制變量，研究了中國上市公司資本結構與經營績效之間的關聯性。
	章劉成、夏萍 (2020)	淨資產增長率反應了股東權益的收益增長水平，進而評價了企業成長性的大小。實證研究結果顯示企業的成長性與財務績效有較強的正相關關係。

表 2-4 其他影響經營績效因素相關文獻彙整 (續)

解釋變數	研究者 (年份)	研究結論
資本結構 (LEV)	Charles, James R. and Ramesh P. (2017)	資本結構是公司資本的價值構成和比例關係，對經營治理甚至企業價值有著巨大的影響。公司未來的收益或損失等信號通常會通過資本結構的變化傳遞給外部投資者。
	權衡理論 (Trade-off Theory)	負債可以幫助公司減少稅收，只要避免因過度負債而引起的破產危機，增加公司的負債比率就可以為公司減少賦稅成本而帶來收益。
	優序融資理論 (Pecking Order Theory)	獲利性較高、績效較好的公司其資本負債比率往往較低，因為這些公司擁有由內部產生資金的能力而不需要選擇向外界融資。
	Titman and Wessels (1988)	以美國製造業中的 469 家上市公司為樣本，研究結果表明負債比率與公司的獲利能力呈現負相關，支持了優序融資理論。
	王娟、楊鳳林 (2002)	對中國 849 家非金融類上市公司進行了實證研究，結果顯示中國上市公司的盈利能力與資本結構存在著明顯的正向關係，支持了權衡理論。

表 2-4 其他影響經營績效因素相關文獻彙整 (續)

解釋變數	研究者 (年份)	研究結論
股權集中度 (LHR)	積極監督假說 (Active Monitoring Hypothesis)	當股權集中在大股東手中時, 監督力量越大越有誘因使股東們積極監督高階管理層做出與股東利益一致的決策。
	Grossman and Hart (1980)	在股權分散的情況下, 小股東們普遍存在疏於監管的「搭便車」行為。不利於股東對於公司管理層的監督, 也不利於公司價值的提升。
	Shleifer and Vishny (1986)	當股權集中在大股東身上時, 能夠有效地減少「搭便車」行為, 進而督促股東監督管理層的行為, 限制管理層做出損害公司收益的行為。
	徐莉萍、辛宇、陳工孟 (2006)	利用 4845 個中國公司年度觀察值進行研究, 結果顯示: 不同性質控股股東所控制的上市公司子樣本中, 股權集中度和公司經營績效之間都存在著顯著正向關係。
	孫永祥、黃祖輝 (1999)	對中國 503 家上市公司進行研究, 得出公司經營績效與第一大股東持股比例呈倒 U 型關係的結論。
	劉國亮、王加勝 (2000)	研究結果表明減少國有集中持股在上市公司股權中的比重能提高公司經營績效。

表 2-4 其他影響經營績效因素相關文獻彙整 (續)

解釋變數	研究者 (年份)	研究結論
董監事會規模 (BOARD)	Lipton and Lorsch (1992)	董事會成員的責任是以知情的方式監督高階管理層的表現。
	李偉民 (2002)	監事會作為公司的內部監察機構，負責監檢違法違規違章活動。
	Lipton and Lorsch (1992)	董事會的規模應該限制在最多十名董事以便於相互了解，並達成共識，從而提高績效和競爭地位。
	Yermack (1996)	對美國 452 家公司的董事會規模和公司價值進行研究，結果顯示董事會規模較小的公司價值更高。
	孫永祥、章融 (2000)	研究 517 家中國上市公司指出，公司董事會規模與公司績效之間呈負相關，但不具有統計顯著性。
	于東智、池國華 (2004)	實證表明中國上市公司董事會規模與公司績效指標之間呈現倒 U 型的非線性關係。
獨立董事比例 (IND)	李佔雷 (2010)	獨立董事主要職責是積極維護股東的利益，在重大決策問題上獨立發表意見。
	Fama and Jensen (1983)	獨立董事的存在能夠使董事會更有效率地監督和限制管理層，從而有利於企業市場價值的提升。
	吳淑琨、劉忠明、范建強 (2001)	研究了中國 476 家上市公司中非執行董事比例與公司績效，結果表明提高獨立董事比例有利於公司績效的提高。

第三章 上市公司經營績效相關因素之現況統計

第一節 數據來源與樣本選擇

一、 數據來源

本文主要針對中國上海證券交易所和深圳證券交易所 A 股上市公司進行研究，研究中所涉及到的上市公司財務相關、公司治理結構相關及其他數據主要來源于深圳國泰安信息技術有限公司開發的 CSMAR 數據庫及上海萬得信息技術有限公司開發的 Wind 數據庫。對於部分存疑的數據，本文將來自 CSMAR 和 Wind 數據庫的數據與公司年報信息所披露的數據進行核對，最終以經過註冊會計師審核過的年報數據為準。

二、 樣本選擇

本文以 2015-2019 年中國上海證券交易所和深圳證券交易所 A 股上市公司為研究樣本。為了確保數據的有效性，按照以下標準對初始數據進行篩選和剔除：

(1) ST、ST*、PT (Particular Transfer) 類股票

ST (Special Treatment) 指的是中國證券交易所會對財務狀況或是其他狀況出現異常的上市公司股票進行特別處理。ST*類股票則表明其股票可能被終止上市，處於退市風險警示期間。此類股票的公司存在連續兩個會計年度淨利潤為負、股東權益低於註冊資本、註冊會計師對年度財產報告出具無法表示意見或否定意見的審計報告等情況，通常難以持續經營且有可能存在退市風險。

PT (Particular Transfer) 指的是停止進行任何交易，價格清零，等待退市的股票。中國證券交易所對 PT 類股票暫停上市期間實施「特別轉讓服務」。

筆者認為此三類公司對於本研究不具有研究價值，故此剔除。

(2) 金融類股票

金融股是處於金融行業和相關行業的公司發行的股票，基本包括銀行股、券商股、保險股、信託股等。此類股票的盈利模式及高管薪酬的規定標準與一般企業有所不同，故此剔除。

(3) 其他特殊股

本文剔除了 2015 年以後上市的股票；在 A 股上市的同时，又發行了 B 股或 H 股的股票。

(4) 數據缺失的樣本

由於部分公司存在未披露高階管理人年薪、財務數據或公司治理結構相關數據殘缺不全、其他變數存在缺失值的情況，筆者將此部分樣本進行剔除。

根據以上原則，本文最終採用了中國 2046 家 A 股上市公司作為研究對象，其中國有企業 761 家，非國有企業 1285 家。選取了 2015-2019 年連續五年的相關數據進行研究分析，最終得到有效的觀測樣本共計 10230 個，其中國有企業有效觀測樣本 3805 個，非國有企業有效觀測樣本 6425 個。實證變數包含 1 項被解釋變數及 8 項解釋變數，共計 92070 筆資料，其中非國有企業資料 57825 筆，國有企業資料 34245 筆。

第二節 樣本資料之現況分析

本節將對營績效相關變數進行初步的統計分析，延續第二章之架構，將分別針對公司之經營績效、薪酬差距及其他影響經營績效之因素進行現況分析。其中其他影響經營績效之因素將透過公司特性（包括公司規模、經營時間、成長性共三個維度）、資本結構、股權結構（包括股權集中度、董監事會規模、獨立董事比例共三個維度）共三個構面，六個變數維度進行現況分析。從而進一步探討經營績效之相關解釋變數與中國上市公司經營績效之間的關係。本文將於第四章針對各變數進行完整的定義與說明，茲先初步將各變數之敘述統計值進行整理，國有企業之敘述統計如下表 3-1，非國有企業之敘述統計如下表 3-2，並於後續對各變數進行逐一說明與分析。

表 3-1 中國上市公司國有企業相關變數之敘述統計表

變數名稱	平均數	標準差	最大值	最小值
經營績效 (ROA)	0.0277	0.0570	0.3399	-1.0201
薪酬差距 (GAP)	5.7816	3.9477	27.2113	0.2961
公司規模 (SIZE)	22.8444	1.2908	28.3412	18.3701
經營時間 (AGE)	20.4428	4.8093	52.0000	5.0000
成長性 (GROW)	-0.3621	29.3684	955.0010	-1136.2948
資本結構 (LEV)	0.4975	0.2031	1.6981	0.0308
股權集中度 (LHR)	0.3844	0.1478	0.8746	0.0742
董監事規模 (BOARD)	13.1440	2.5538	27.0000	7.0000
獨立董事比例 (IND)	0.3738	0.0594	0.8000	0.2308

表 3-2 中國上市公司非國有企業相關變數之敘述統計表

變數名稱	平均數	標準差	最大值	最小值
經營績效 (ROA)	0.0295	0.0928	0.5262	-1.6479
薪酬差距 (GAP)	7.1910	4.7733	36.1751	0.2799
公司規模 (SIZE)	22.0939	1.0215	27.7670	15.9792
經營時間 (AGE)	17.7798	5.3814	44.0000	6.0000
成長性 (GROW)	-0.5665	14.5390	259.8189	-680.1623
資本結構 (LEV)	0.3893	0.1919	1.7998	0.0084
股權集中度 (LHR)	0.2956	0.1311	0.8999	0.0029
董監事規模 (BOARD)	11.3994	1.7513	24.0000	7.0000
獨立董事比例 (IND)	0.3778	0.0545	0.6667	0.2500

一、 上市公司經營績效之現況分析

本文選取資產報酬率 (ROA) 作為被解釋變數經營績效的衡量指標。由表 3-3 可知，國有企業與非國有企業的平均資產報酬率都在 3% 左右，但與國有企業相比非國有企業間的差異較大。國有企業中 ROA 最大值為 33.99%，最小值為-102.01%；而非國有企業中 ROA 最大值高達 52.62%，但最小值為-164.79%。按年份分類後可以觀察到，國有企業的經營績效呈逐年上升的趨勢，但在 2019 年略微下滑；而非國有企業的經營績效在 2015 至 2017 年間穩定保持在高於平均值的水平，但由於政府監管力度加大、債務危機頻發，2018 年大量民營企業陷入破產倒閉危機，非國有企業經營績效開始大幅下滑。

圖 3-1 和圖 3-2 分別描述了國有企業和非國有企業 ROA 為正值的公司數量與 ROA 為負值者之比值。2015 年，國有企業 ROA 大於零的公司數量占全體樣本的 82%，自 2016 年起更是始終保持在 90% 以上，可見近年來國有企業之經營績效普遍表現良好。近年來非國有企業 ROA 為正值者佔比始終穩定在 80% 以上，但由於 2018 年民營企業「倒閉潮」席捲全國，ROA 大於零者佔比下滑了 9%。

表 3-3 中國上市公司經營績效之基本統計量

經營績效 (ROA)	平均數	標準差	最大值	最小值
國有企業	0.0277	0.0570	0.3399	-1.0201
2015	0.0188	0.0612	0.2327	-0.4505
2016	0.0252	0.0515	0.1865	-0.6829
2017	0.0322	0.0502	0.3399	-0.3347
2018	0.0328	0.0625	0.2666	-1.0201
2019	0.0294	0.0571	0.2402	-0.7601
非國有企業	0.0295	0.0928	0.5262	-1.6479
2015	0.0389	0.0644	0.4819	-0.8996
2016	0.0402	0.0529	0.2891	-0.4684
2017	0.0400	0.0567	0.2847	-0.5541
2018	0.0121	0.1365	0.3789	-1.6479
2019	0.0163	0.1160	0.5262	-1.5754

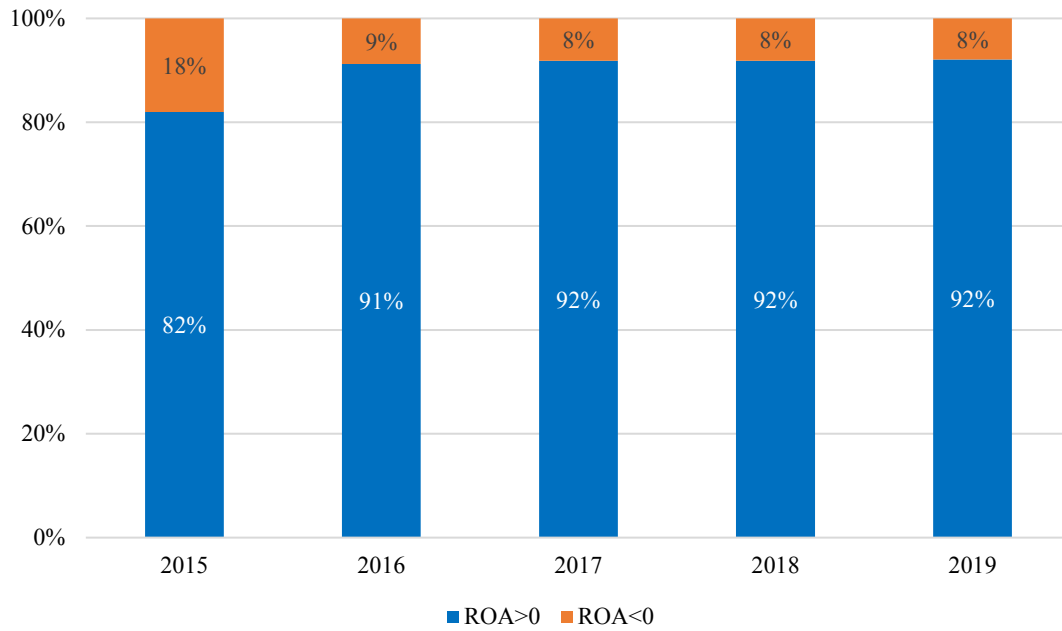


圖 3-1 中國上市國有企業經營績效統計

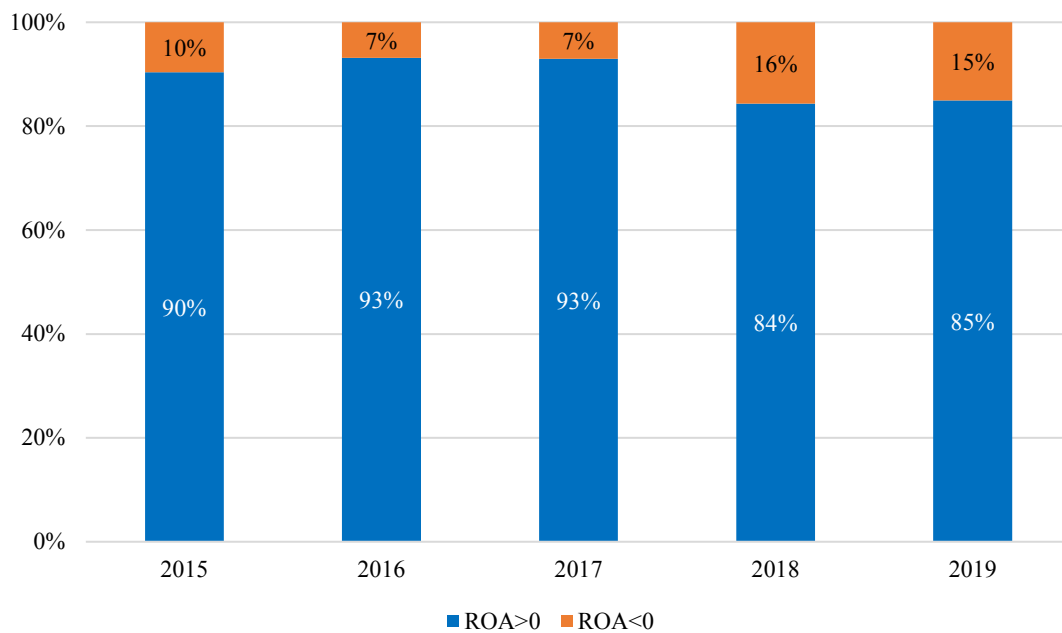


圖 3-2 中國上市非國有企業經營績效統計

二、 上市公司薪酬差距之現況分析

本文選取絕對薪酬差距，即員工與高階管理人之間薪酬的比值用於衡量上市公司之薪酬差距。據表 3-4 統計顯示，國有企業高階管理人與員工間的平均薪酬差距為 5.78 倍，而非國有企業的平均薪酬差距為 7.19 倍。由此可見，相較於國有企業而言，非國有企業高階管理人與員工間的平均薪酬差距更大，非國有企業間平均薪酬差距的差異也更大。按年份分類統計後可以觀察到，國有企業的薪酬差距近年來變化不大，表明國企「限薪令」初見成效，將國有企業之薪酬差距控制在穩定的水平內。反觀非國有企業的薪酬差距卻有逐年擴大的趨勢，由 2015 年的 6.19 倍擴大到了 2019 年的 7.57 倍。

由圖 3-3 和圖 3-4 可知，在未控制其他變數的情況下，國有企業經營績效與薪酬差距之趨勢線方程式為 $y = 0.0018x + 0.017$ ，非國有企業之趨勢線方程式為 $y = 0.0022x + 0.0138$ 。該圖及方程式反映出中國國有上市公司及中國非國有上市公司的經營績效與薪酬差距之間的關係皆呈正相關，公司高階管理人與員工間的薪酬差距越大，公司的經營績效則越高。

表 3-4 中國上市公司薪酬差距之基本統計量

薪酬差距 (GAP)	平均數	標準差	最大值	最小值
國有企業	5.7816	3.9477	27.2113	0.2961
2015	5.6451	3.7869	26.1622	0.3724
2016	5.6972	3.8267	24.2621	0.2961
2017	5.8856	4.1548	25.7006	0.4212
2018	5.7872	3.9949	24.8559	0.3909
2019	5.8927	3.9581	27.2113	0.5987
非國有企業	7.1910	4.7733	36.1751	0.2799
2015	6.9141	4.5890	33.8500	0.4860
2016	7.0182	4.5430	32.2580	0.3285
2017	7.3083	4.8262	32.9003	0.6260
2018	7.1423	4.6309	34.0265	0.4033
2019	7.5720	5.2172	36.1751	0.2799

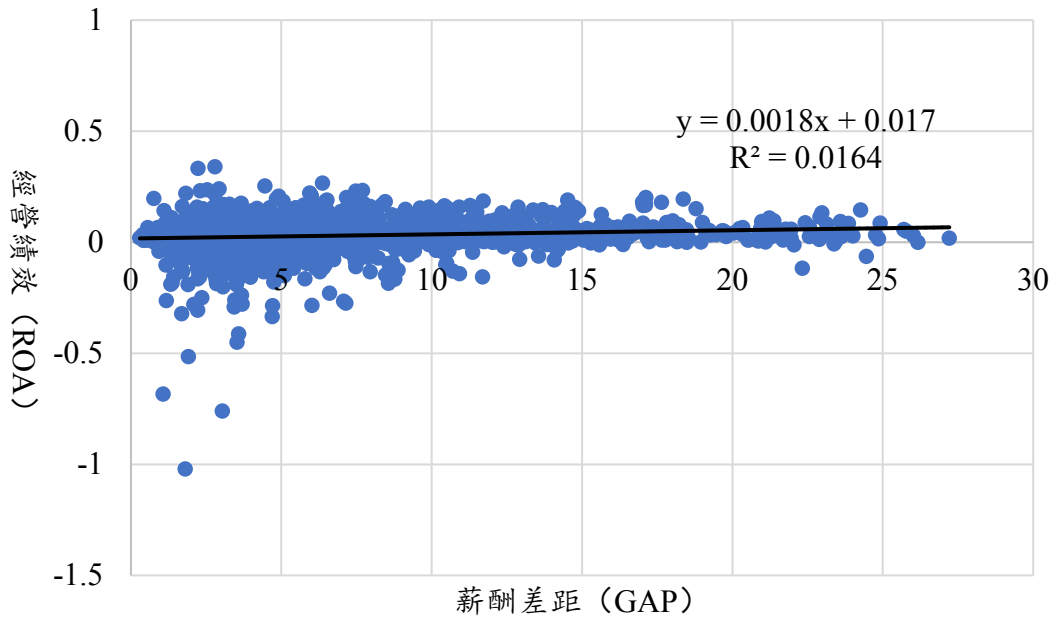


圖 3-3 中國上市國有企業薪酬差距與經營績效相關性統計圖

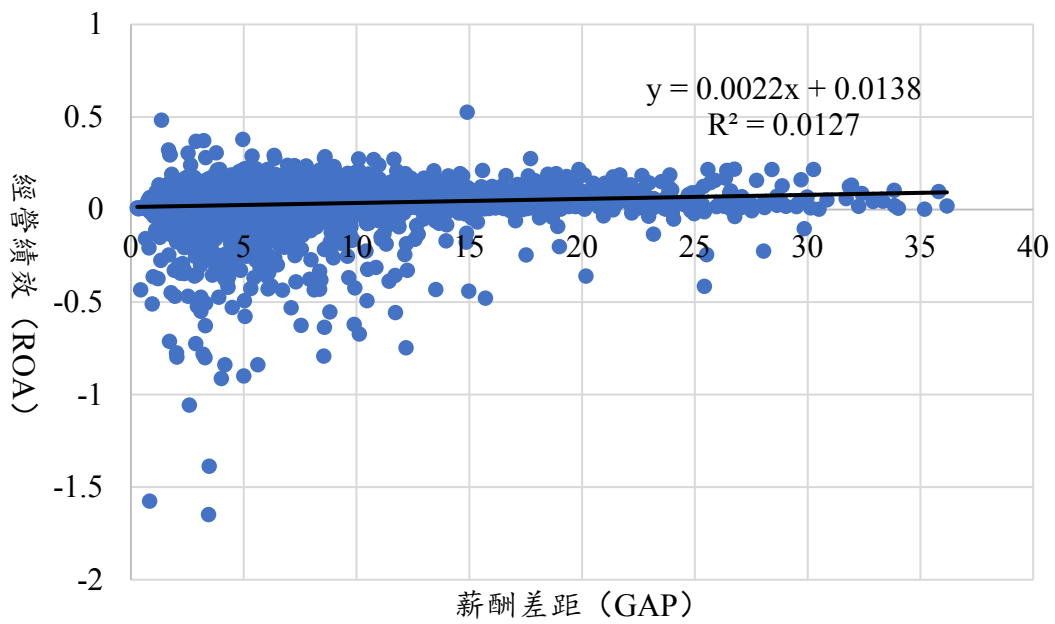


圖 3-4 中國上市非國有企業薪酬差距與經營績效相關性統計圖

三、 上市公司公司特性之現況分析

(一)公司規模 (SIZE)

本文選取公司年末資產總值的自然對數作為衡量公司規模的代理變數，採用取自然對數的方式在不改變數據的性質和相關關係的前提下縮小數據的絕對數值。根據表 3-5 描述的中國上市公司規模的敘述統計值可知，在國家和政府的支持下，國有企業的平均規模大於非國有企業將近一倍，國有企業間的公司規模差異也更大。近年來，國有企業與非國有企業之規模均處於逐年增長的狀態，國有企業公司規模五年復合增長率為 7.1%，而非國有企業五年復合增長率達 9.6%，可見非國有企業的公司規模增長步伐更快。

由圖 3-5 和圖 3-6 可知，在未控制其他變數的情況下，國有企業經營績效與公司規模之趨勢線方程式為 $y = 0.0031x - 0.0422$ ，非國有企業之趨勢線方程式為 $y = 0.0079x - 0.1453$ 。該圖及方程式反映出中國國有上市公司及中國非國有上市公司之規模與公司經營績效的關係為正向，越大的公司規模，其經營績效則越高。

表 3-5 中國上市公司公司規模之基本統計量

公司規模 (SIZE)	平均數	標準差	最大值	最小值
國有企業	22.8444	1.2908	28.3412	18.3701
2015	22.6310	1.2569	27.7033	18.3701
2016	22.7625	1.2743	27.9617	18.3929
2017	22.8610	1.2837	28.0699	18.7657
2018	22.9454	1.2957	28.2526	18.7764
2019	23.0222	1.3062	28.3412	18.7556
非國有企業	22.0939	1.0215	27.7670	15.9792
2015	21.7730	0.9592	27.1209	15.9792
2016	22.0078	0.9668	27.3206	18.9186
2017	22.1726	0.9967	27.4668	18.9023
2018	22.2381	1.0338	27.6669	18.8844
2019	22.2779	1.0628	27.7670	18.8392

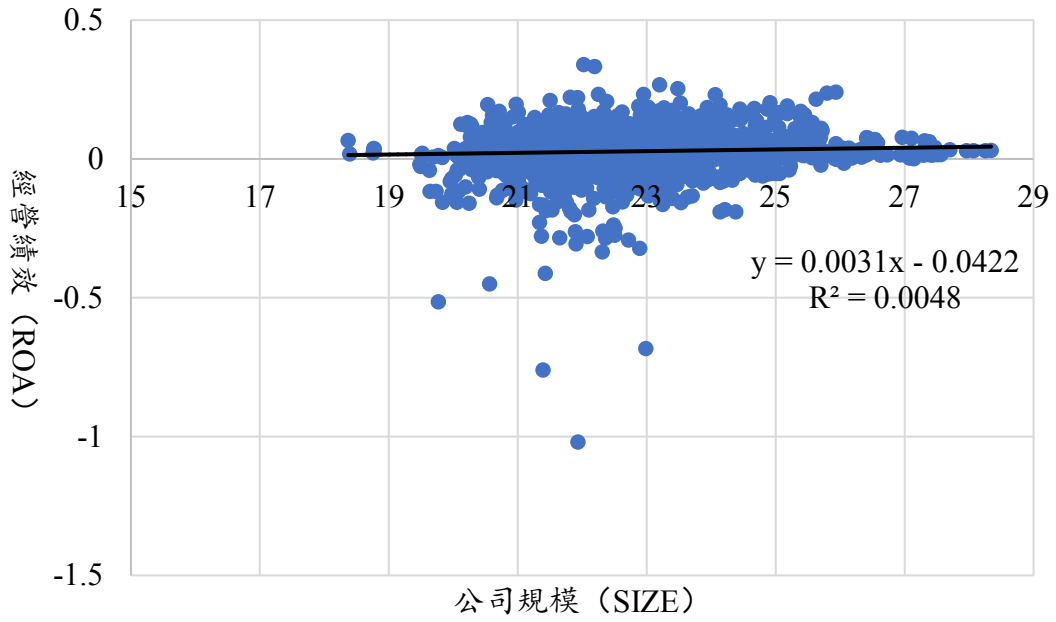


圖 3-5 中國上市國有企業公司規模與經營績效相關性統計圖

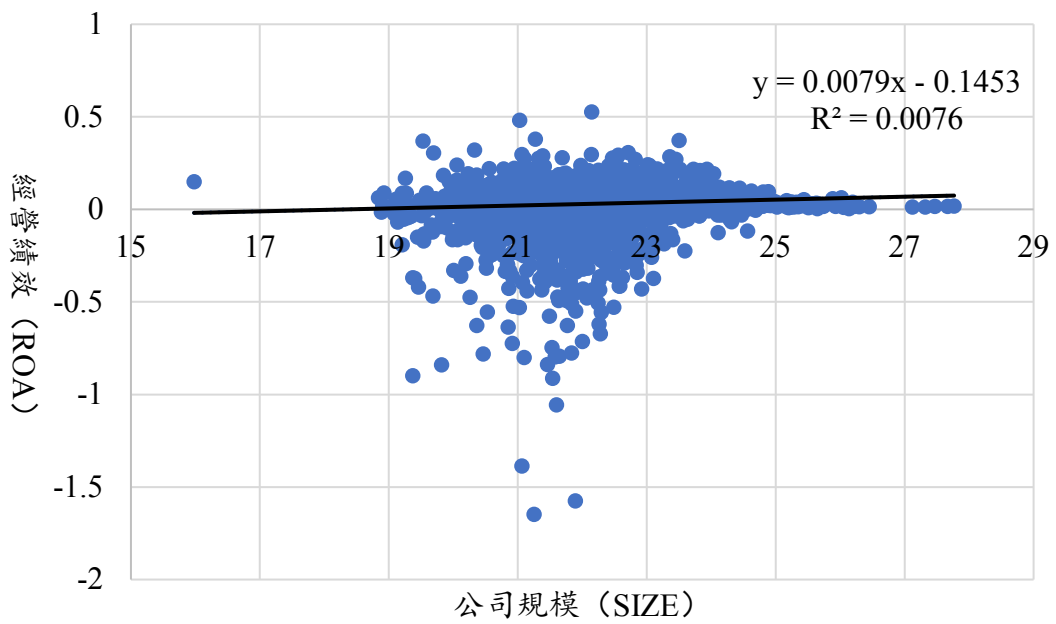


圖 3-6 中國上市非國有企業公司規模與經營績效相關性統計圖

(二)經營時間 (AGE)

本文將公司成立經營時間納入控制變數，研究其與經營績效之間的關聯性。根據表 3-6 顯示，國有企業的平均經營時間略大於非國有企業，平均經營時間為 20 年，其中成立時間最長的國有企業已經營 52 年，非國有企業的平均經營時間約為 18 年。

由圖 3-7 和圖 3-8 可知，在未控制其他變數的情況下，國有企業經營績效與經營時間之趨勢線方程式為 $y=0.0001x+0.0254$ ，非國有企業之趨勢線方程式為 $y=-0.0003x+0.0353$ 。兩者趨勢線皆呈水平狀，beta 係數也較接近於 0，趨勢方程式擬合度較差，反映中國國有上市公司及中國非國有上市公司的經營績效與公司經營時間的關係可能都不具顯著性影響。因此，暫時無法判斷中國國有上市公司及中國非國有上市公司的經營時間與經營績效之間的相關性。

表 3-6 中國上市公司經營時間之基本統計量

經營時間 (AGE)	平均數	標準差	最大值	最小值
國有企業	20.4428	4.8093	52.0000	5.0000
非國有企業	17.7798	5.3814	44.0000	6.0000

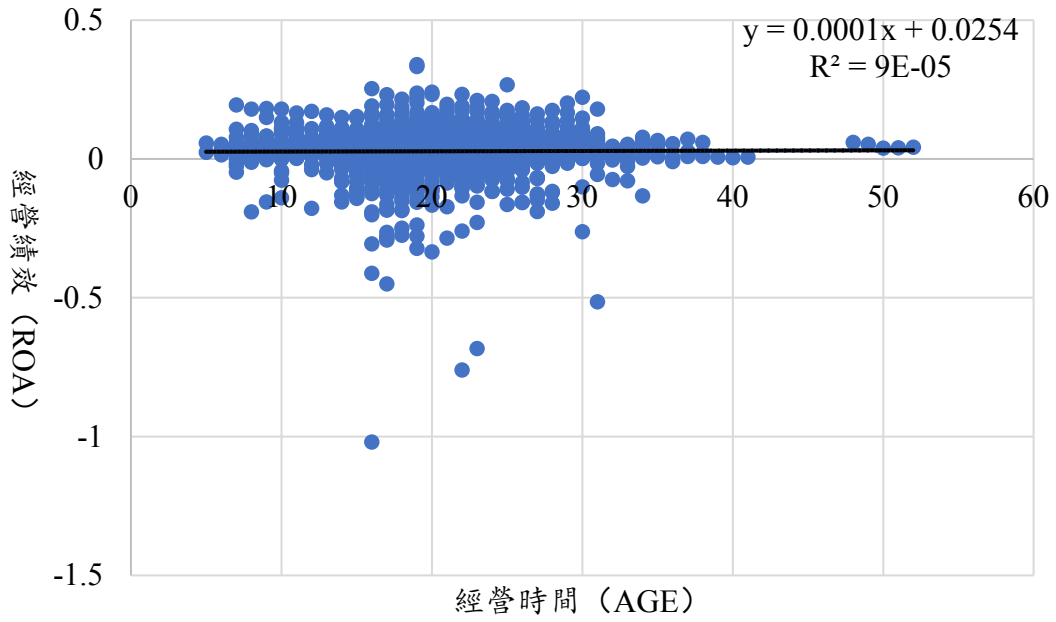


圖 3-7 中國上市國有企業經營時間與經營績效相關性統計圖

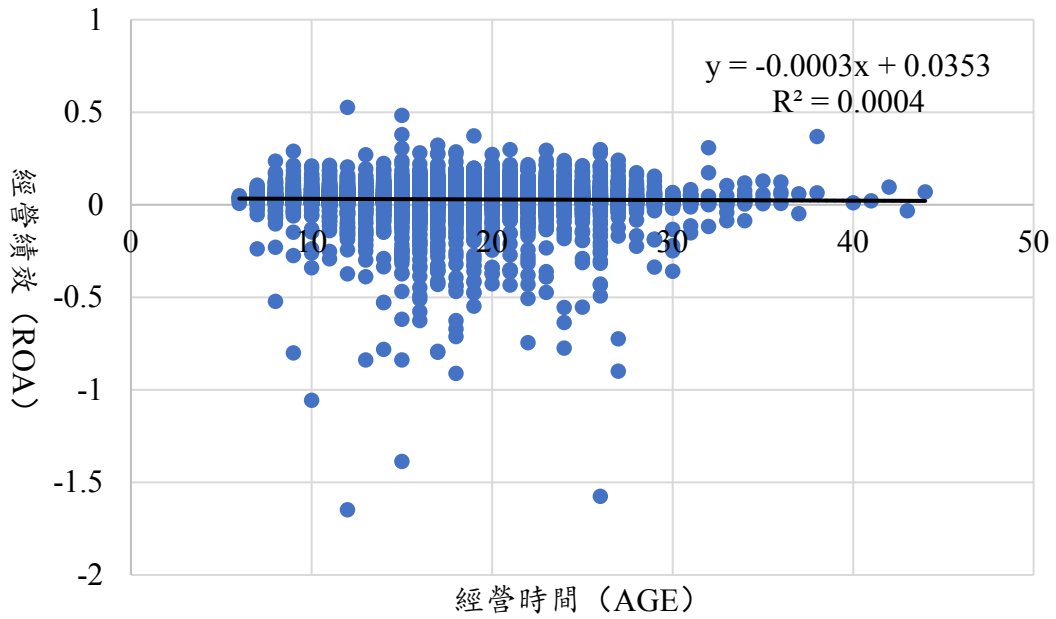


圖 3-8 中國上市非國有企業經營時間與經營績效相關性統計圖

(三)成長性 (GROW)

本文選取公司淨利潤增長率作為公司成長性的衡量指標。由表 3-7 中國上市公司成長性的敘述統計值可知，國有企業的平均成長性比非國有企業的平均成長性更好，國有企業間的公司成長性差異也更大。但無論是國有企業還是非國有企業，平均成長性都呈現為負數，可見大部分中國上市公司成長性不佳。觀察近五年來的公司成長性指標可以看出，無論是國有企業還是非國有企業成長性的波動幅度都非常大，普遍而言中國上市公司無法保持穩定的成長。

由圖 3-9 和圖 3-10 可知，在未控制其他變數的情況下，國有企業經營績效與公司成長性之趨勢線方程式為 $y=0.0003x+0.0278$ ，非國有企業之趨勢線方程式為 $y=0.0017x+0.0305$ 。該圖及方程式反映出中國國有上市公司及中國非國有上市公司成長性與經營績效之間的關係均呈正相關，公司成長性越好，公司的經營績效則越高。

表 3-7 中國上市公司成長性之基本統計量

成長性 (GROW)	平均數	標準差	最大值	最小值
國有企業	-0.3621	29.3684	955.0010	-1136.2948
2015	-0.6574	38.4663	955.0010	-333.2661
2016	-2.2445	42.0659	28.6786	-1136.2948
2017	1.4517	20.4394	505.8035	-36.4251
2018	0.3246	24.7578	628.6253	-166.1239
2019	-0.6847	5.0104	27.6118	-56.4494
非國有企業	-0.5665	14.5390	259.8189	-680.1623
2015	-0.1082	5.5953	74.9566	-53.2090
2016	0.1315	12.5361	187.8506	-124.5327
2017	0.2512	5.3967	131.3237	-58.0508
2018	-1.9786	23.2410	60.5334	-680.1623
2019	-1.1287	17.1905	259.8189	-440.6840

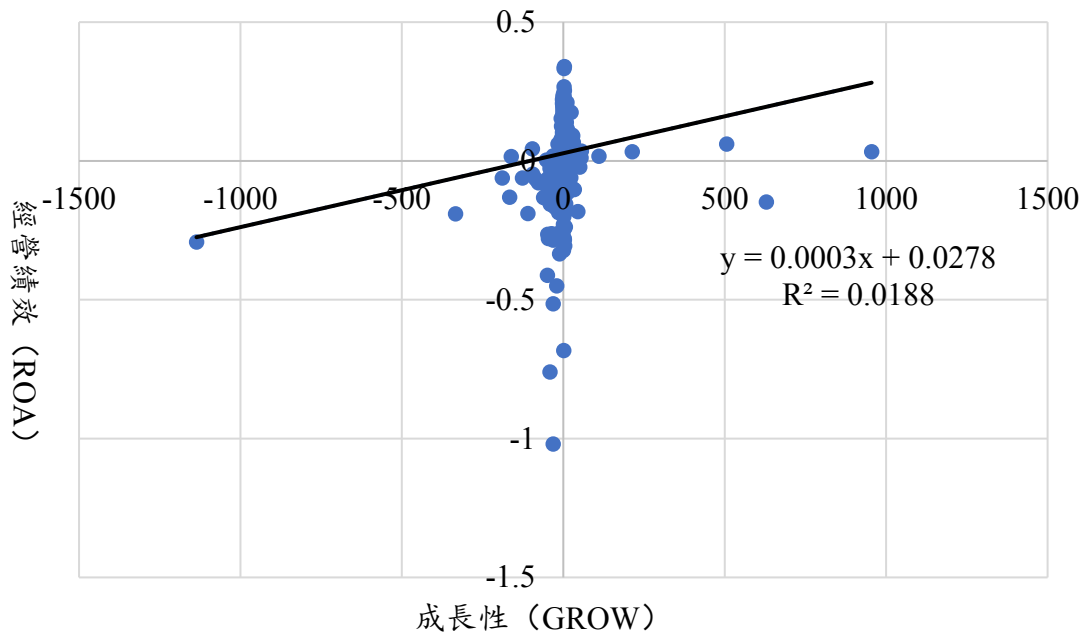


圖 3-9 中國上市國有企業成長性與經營績效相關性統計圖

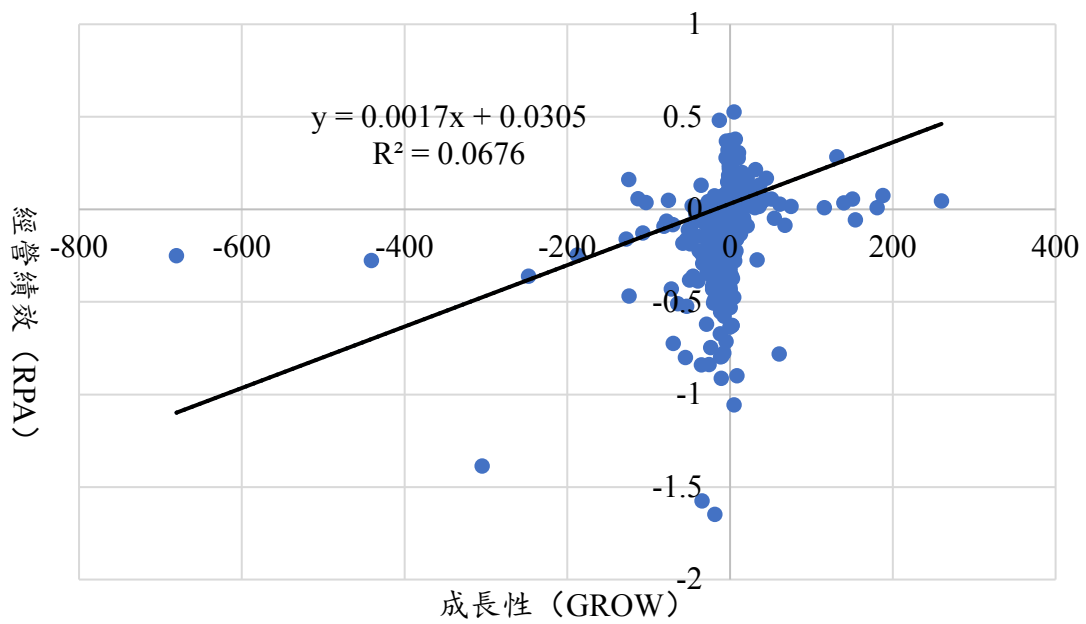


圖 3-10 中國上市非國有企業成長性與經營績效相關性統計圖

四、 上市公司資本結構之現況分析

本文選取公司資產負債率作為衡量公司資本結構的變數。根據表 3-8 的敘述統計顯示，國有企業的平均資產負債率為 49.75%，非國有企業的平均資產負債率比國有企業低約 10%，為 38.93%，二者均在健康的資產負債率範圍內。觀察按年份劃分的數據可知，國有企業資產負債率呈現逐年遞減的趨勢，而非國有企業資產負債率逐年增加。

由圖 3-11 和圖 3-12 可知，在未控制其他變數的情況下，國有企業經營績效與公司資本結構之趨勢線方程式為 $y = -0.0941x + 0.0745$ ，非國有企業之趨勢線方程式為 $y = -0.1206x + 0.0764$ 。該圖及方程式反映出中國國有上市公司及中國非國有上市公司之公司資本結構與經營績效之間的關係都呈負相關，公司資產負債率越大，公司的經營績效則越低。

表 3-8 中國上市公司資本結構之基本統計量

資本結構 (LEV)	平均數	標準差	最大值	最小值
國有企業	0.4975	0.2031	1.6981	0.0308
2015	0.5055	0.2055	1.0496	0.0308
2016	0.5027	0.2016	0.9870	0.0516
2017	0.4948	0.2029	1.2294	0.0352
2018	0.4924	0.1994	0.9943	0.0490
2019	0.4918	0.2058	1.6981	0.0571
非國有企業	0.3893	0.1919	1.7998	0.0084
2015	0.3728	0.1900	1.5483	0.0197
2016	0.3679	0.1890	1.3518	0.0174
2017	0.3854	0.1872	1.3981	0.0276
2018	0.4071	0.1950	1.7998	0.0167
2019	0.4133	0.1941	1.3976	0.0084

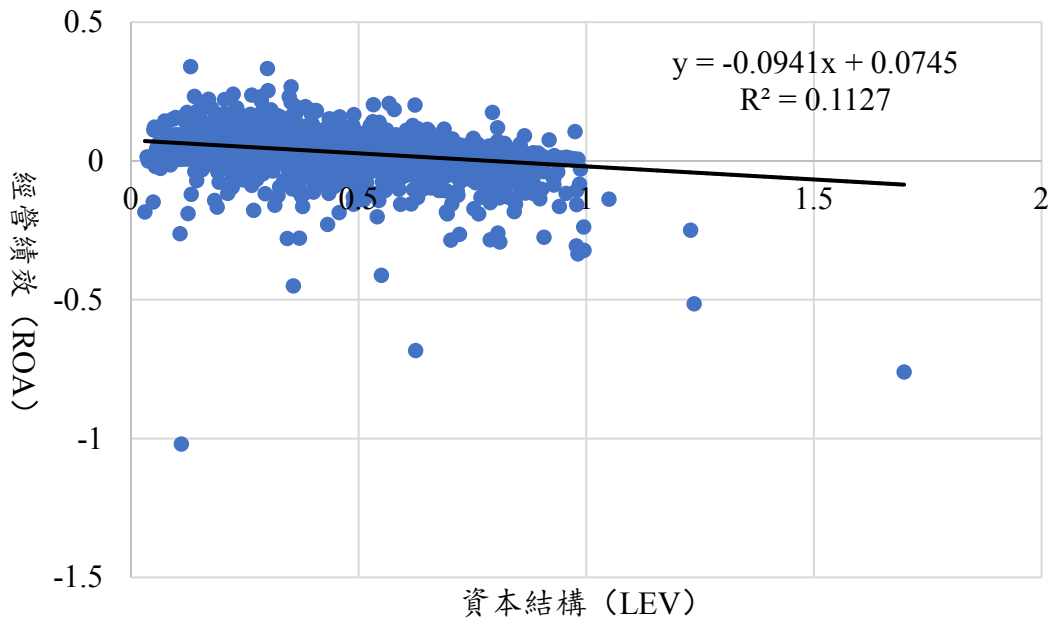


圖 3-11 中國上市國有企業資本結構與經營績效相關性統計圖

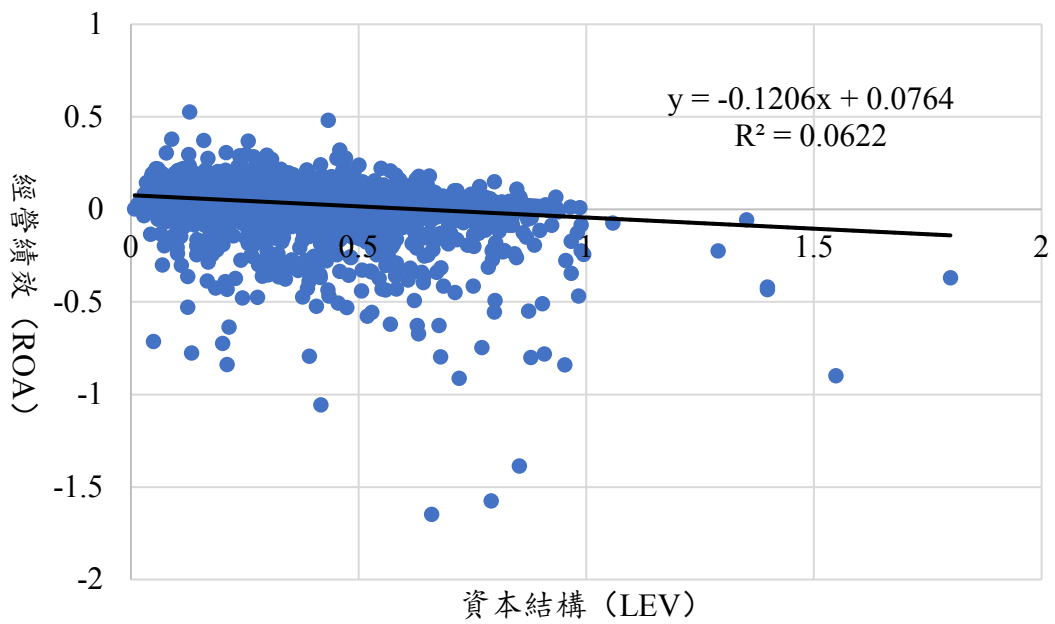


圖 3-12 中國上市非國有企業資本結構與經營績效相關性統計圖

五、 上市公司股權結構之現況分析

(一)股權集中度 (LHR)

在考量公司股權集中度的衡量指標時，本文最終選取公司 CR1 指數即第一大股東持股比例作為其指標。根據表 3-8 的敘述統計顯示，國有企業的平均 CR1 指數為 38.44%，非國有企業的第一大股東持股平均比例為 29.56%，可見國有企業的股權普遍更為集中，第一大股東對公司的掌控力更強。觀察按年份劃分的數據可知，近年來國有企業和非國有企業的股權集中度都保持穩定，變化波動性不大。

由圖 3-13 和圖 3-14 可知，在未控制其他變數的情況下，國有企業經營績效與公司股權集中度之趨勢線方程式為 $y=0.0457x+0.0101$ ，非國有企業之趨勢線方程式為 $y=0.1102x-0.0031$ 。該圖及方程式反映出中國國有上市公司及中國非國有上市公司之公司股權集中度與經營績效之間的關係呈正相關，公司股權集中度越集中，公司的經營績效則越高。

表 3-9 中國上市公司股權集中度之基本統計量

股權集中度 (LHR)	平均數	標準差	最大值	最小值
國有企業	0.3844	0.1478	0.8746	0.0742
2015	0.3900	0.1509	0.8411	0.0812
2016	0.3842	0.1484	0.8746	0.0812
2017	0.3829	0.1472	0.8251	0.0812
2018	0.3830	0.1464	0.7938	0.0742
2019	0.3820	0.1459	0.7735	0.0899
非國有企業	0.2956	0.1311	0.8999	0.0029
2015	0.3171	0.1374	0.8999	0.0029
2016	0.3011	0.1317	0.8553	0.0431
2017	0.2935	0.1288	0.8169	0.0415
2018	0.2879	0.1277	0.8123	0.0300
2019	0.2785	0.1265	0.8119	0.0300

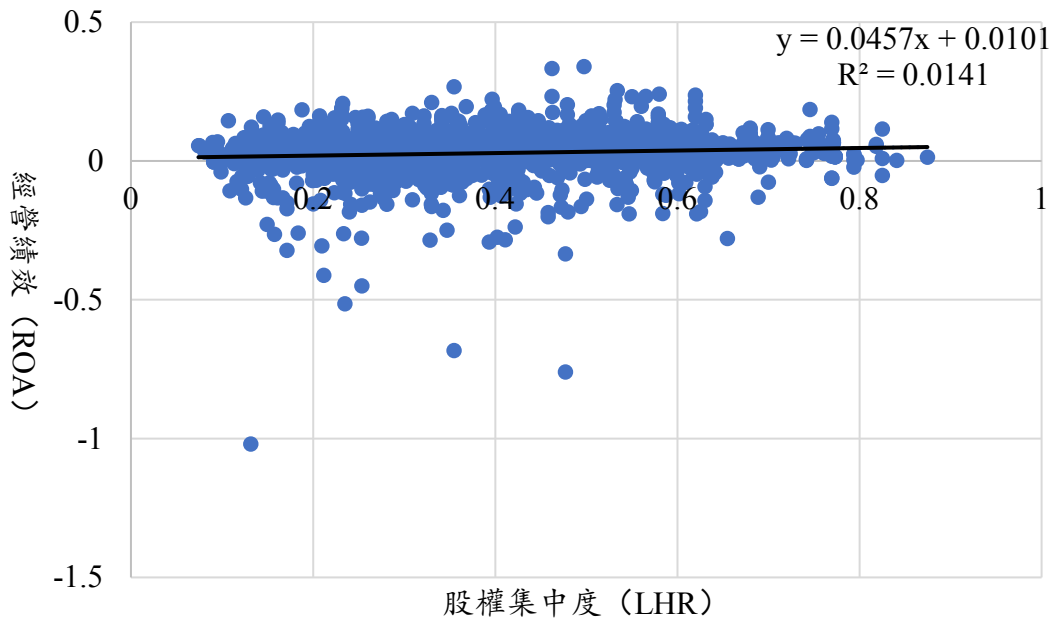


圖 3-13 中國上市國有企業股權集中度與經營績效相關性統計圖

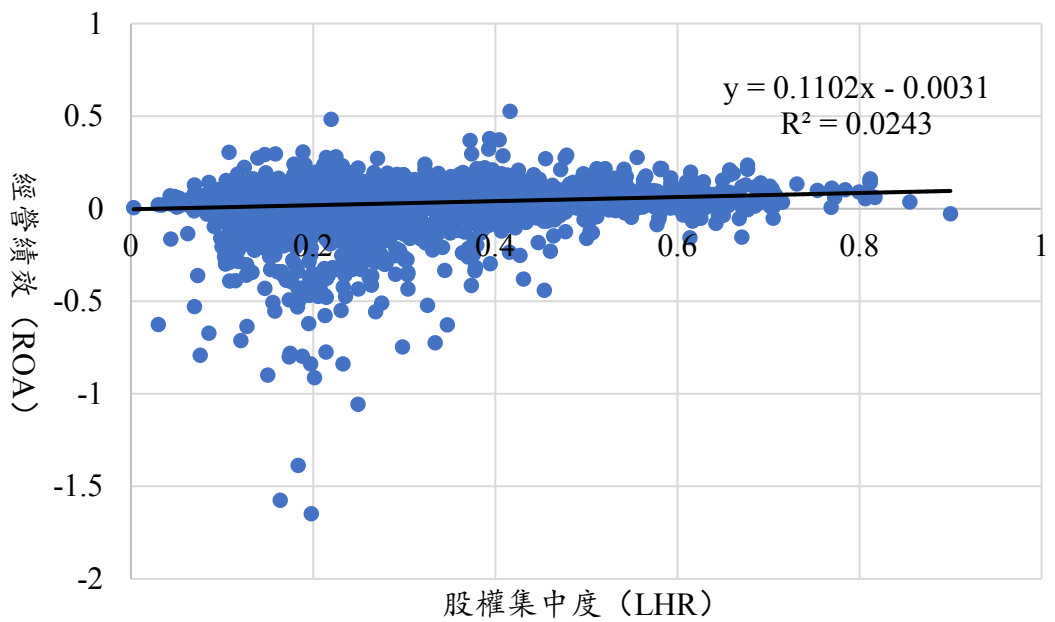


圖 3-14 中國上市非國有企業股權集中度與經營績效相關性統計圖

(二)董監事規模 (BOARD)

本文從董事會和監事會的人數這一維度來衡量公司董監事的規模。由表 3-10 可知，國有企業的董監事會規模平均為 13 個人，非國有企業的董監事會規模平均為 11 個人，規模範圍在 7 至 27 個人之間。按年份分類後可以觀察到，近年國有企業和非國有企業在董監事會規模上變化不大。

由圖 3-15 和圖 3-16 可知，在未控制其他變數的情況下，國有企業經營績效與公司董監事規模之趨勢線方程式為 $y = 0.0007x + 0.018$ ，非國有企業之趨勢線方程式為 $y = 0.0019x + 0.0079$ 。趨勢線呈水平狀，beta 係數也較接近於 0，趨勢方程式擬合度較差，反映中國國有上市公司及中國非國有上市公司的經營績效與公司董監事規模之間的關係不具顯著性影響。因此，暫時無法判斷中國兩種性質上市公司的董監事規模與經營績效之間的相關性。

表 3-10 中國上市公司董監事規模之基本統計量

董監事規模 (BOARD)	平均數	標準差	最大值	最小值
國有企業	13.1440	2.5538	27	7
2015	13.1774	2.5269	27	8
2016	13.1997	2.5301	26	8
2017	13.1498	2.5793	27	8
2018	13.1222	2.5785	26	7
2019	13.0710	2.5515	27	8
非國有企業	11.3994	1.7513	24	7
2015	11.4195	1.7990	24	7
2016	11.4140	1.7295	24	7
2017	11.4265	1.7449	23	7
2018	11.3984	1.7430	22	7
2019	11.3385	1.7376	22	7

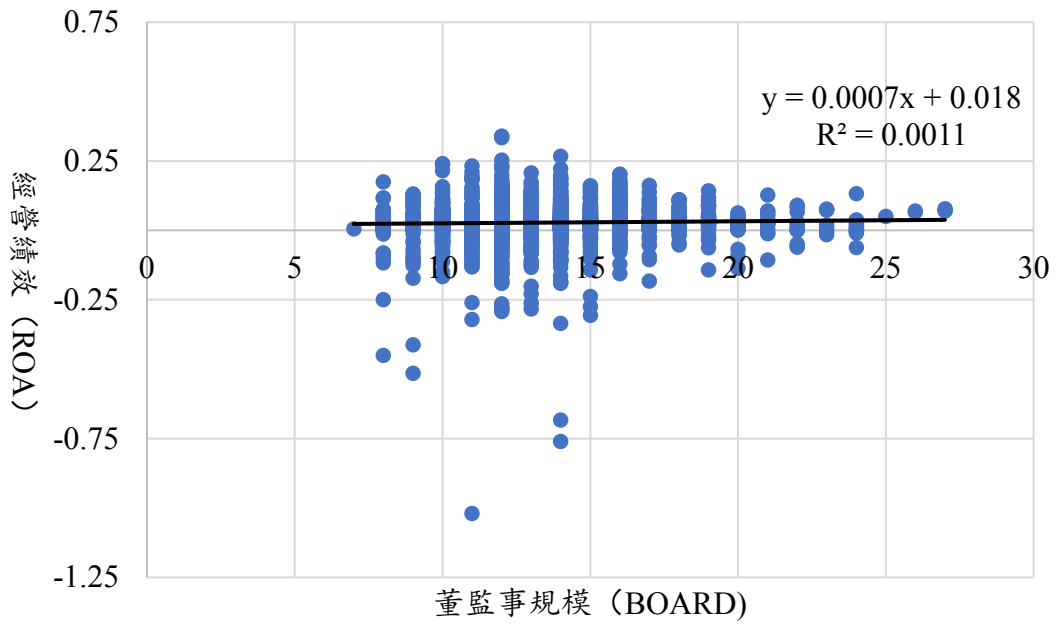


圖 3-15 中國上市國有企業董監事規模與經營績效相關性統計圖

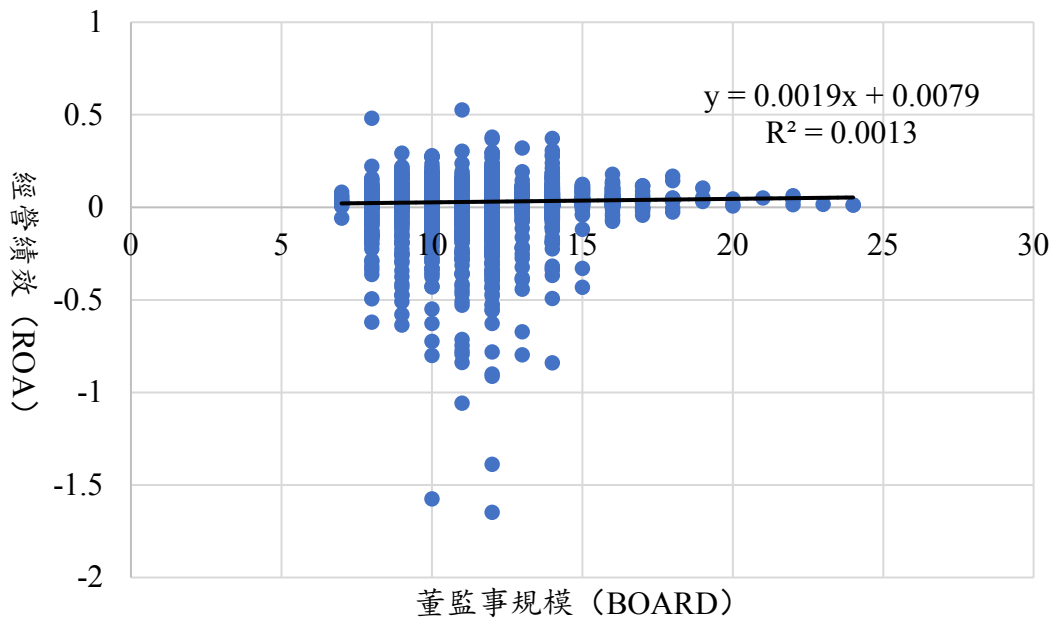


圖 3-16 中國上市非國有企業董監事規模與經營績效相關性統計圖

(三)獨立董事比例 (IND)

本文將公司獨立董事比例納入控制變數，研究其與經營績效之間的關聯性。根據表 3-11 的敘述統計顯示，國有企業和非國有企業的平均獨立董事比例都約為 37%，而國有企業獨立董事比例最大值高達 80%，可見部分國有企業獨立董事佔據更多的董事席位。觀察按年份劃分的數據可知，近年來國有企業和非國有企業的獨立董事比例都維持在穩定的範圍內，變化波動性不大。

由圖 3-13 和圖 3-14 可知，在未控制其他變數的情況下，國有企業經營績效與公司獨立董事比例之趨勢線方程式為 $y = -0.0423x + 0.0435$ ，非國有企業之趨勢線方程式為 $y = -0.0487x + 0.0479$ 。該圖及方程式反映出中國國有上市公司及中國非國有上市公司之公司獨立董事比例與經營績效之間的關係均呈負相關。

表 3-11 中國上市公司獨立董事比例之基本統計量

獨立董事比例 (IND)	平均數	標準差	最大值	最小值
國有企業	0.3738	0.0594	0.8000	0.2308
2015	0.3717	0.0547	0.8000	0.2857
2016	0.3705	0.0551	0.6667	0.2308
2017	0.3740	0.0604	0.6667	0.2727
2018	0.3762	0.0625	0.8000	0.2857
2019	0.3767	0.0636	0.8000	0.2500
非國有企業	0.3778	0.0545	0.6667	0.2500
2015	0.3786	0.0565	0.6667	0.2500
2016	0.3766	0.0529	0.6000	0.3000
2017	0.3760	0.0527	0.6667	0.2500
2018	0.3783	0.0550	0.6667	0.2500
2019	0.3796	0.0553	0.6667	0.2500

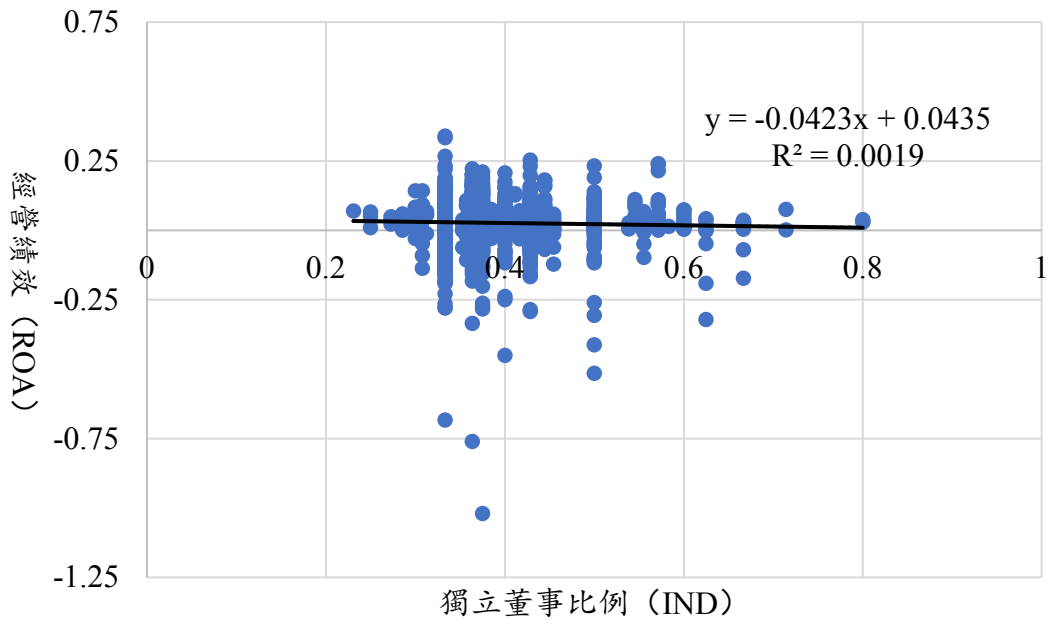


圖 3-17 中國上市國有企業獨立董事比例與經營績效相關性統計圖

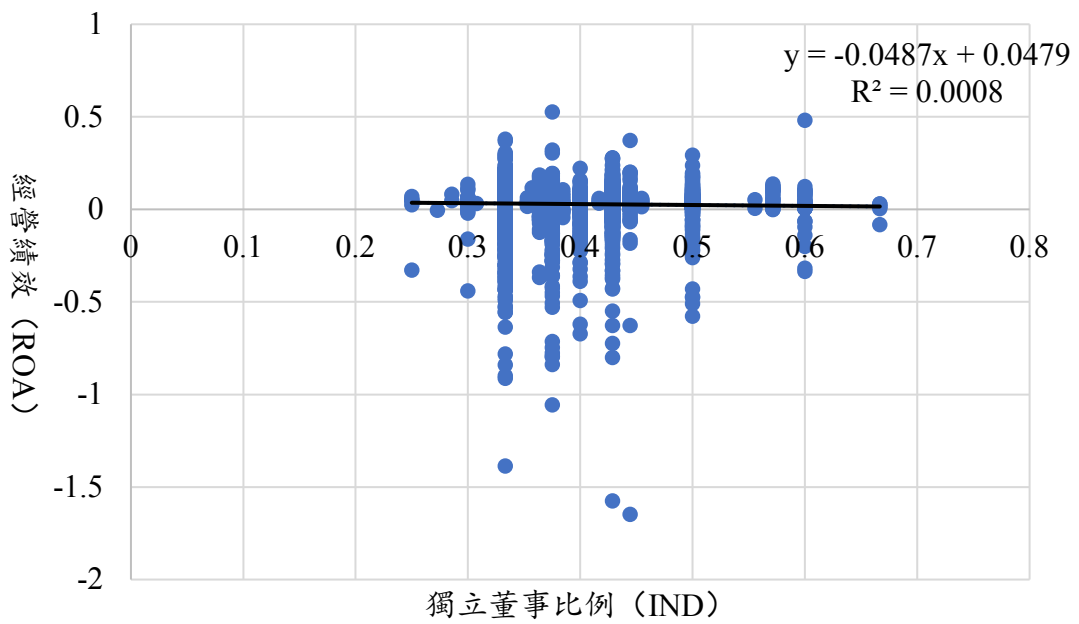


圖 3-18 中國上市非國有企業獨立董事比例與經營績效相關性統計圖

第四章 實證模型設定

接續第二章關於相關文獻的歸納與第三章對於中國上市公司經營績效相關因素之現況統計分析，以此為基礎設定影響經營績效的相關變數，在本章節透過建立模型的方式來探討相關因素與經營績效之關聯性。本章第一節將針對被解釋變數、解釋變數及控制變數進行定義，依據過往文獻及第三章之相關性分析預測各變數對被解釋變數的影響方向。本章第二節將針對面板數據（Panel Data）形式的樣本數據，通過各項檢定選擇面板數據適用之模型，最終建立實證模型。

第一節 變數設計及預期影響方向

一、 被解釋變數

本文的被解釋變數為中國上市公司的經營績效，而用於衡量企業經營績效的指標隨著市場和企業績效管理的發展越來越趨於多元化。參考本文第二章關於企業經營績效衡量的相關整理和歸納，為了使指標更適合用於衡量中國上市公司的經營績效，同時也使本文的研究結果更具有可比性，本文最終選擇使用資產報酬率（ROA）作為企業經營績效的衡量指標。

資產報酬率的計算公式為： $\text{資產報酬率} = \text{稅後淨利潤} / \text{總資產}$ ，表明了每單位資產所創造的淨利潤。資產報酬率越高，說明公司的資產利用率越高，經營績效越好；反之，資產報酬率越低，經營績效越差。

二、 解釋變數

本文的解釋變數為中國上市公司的內部薪酬差距，主要指的是公司高階管理人與員工之間的薪酬差距。借鑒本文第二章與薪酬差距相關的文獻方法，本文將使用相對薪酬差距來衡量中國上市公司高階管理人與員工之間的薪酬差距。

鑒於中國上市公司年度報告的財務附註中，關於高階管理人薪酬的項目只會披露前三名高管薪酬合計總額，故本文高階管理人的平均薪酬通過將上市公司年度報告中披露的前三名高管薪酬合計總額除以三獲得，高管人數小於3者除以該公司高管人數。高階管理人以公司在年度報告中披露的為準，基本包括公司的總

經理、總裁、CEO，副總經理、副總裁，董事長秘書和年報上公佈的其他高階管理人，其中也包括董事中兼任的高階管理。員工平均薪酬由中國上市公司年度報告中披露的「支付給職工以及為其支付的現金」、「董事、監事及高管薪酬總額」、「員工人數」、「高管人數」四個項目通過公式計算獲得。本文在薪酬差距這一變數中涉及到的計算公式如下：

薪酬差距 (GAP) = 高階管理人平均薪酬 - 員工平均薪酬

高階管理人平均薪酬 = 前三名高管薪酬合計總額 / 3 (高管人數小於 3 者除以該公司高管人數)

員工平均薪酬 = (支付給職工以及為其支付的現金 - 董事、監事及高管薪酬總額) / (員工人數 - 高管人數)

根據筆者對相關文獻的回顧，大多數實證研究都證實了公司規模與經營績效之間存在著關聯。但對於二者之關聯性的理論研究中，行為理論與錦標賽理論抱持著完全相反的觀點。因此，本文對於中國上市公司薪酬差距與公司經營績效的相關性預期為不確定。

三、 控制變數

(一) 公司規模 (SIZE)

根據筆者對相關文獻的回顧，大多數實證研究都證實了公司規模與經營績效之間存在著關聯。因此，本文將公司的規模大小納入控制變量，並從公司投入的角度出發，選取公司的年末資產總額作為公司規模的衡量指標。參照目前國內多數的研究方法，在實證分析中將對公司年末資產總值進行處理，取其自然對數作為代理變量來衡量公司之規模大小。由於當規模較大的公司形成規模經濟，便更容易取得較低的成本和其他累積性優勢，使得企業的經營績效遠遠超過小規模的公司。因此，本研究預期公司規模與公司經營績效之間的相關性為正。

(二) 經營時間 (AGE)

根據先發優勢 (First-mover Advantage) 的觀點，經營時間越久的企業進入市場的時間越早，越容易擁有更高的市場份額。但後來者可能會存在「搭便車」的行為，享受先發者在技術、市場教育、基礎設施開發等方面的投資成果，超越先

驅者獲得更大的企業利益。因此，本文將公司的經營時間納入控制變量，但對於經營時間與公司經營績效的相關性預期為不確定。

(三)成長性 (GROW)

過往國內外的相關文獻都證實了公司成長性與經營績效之間存在著關聯，且成長性作為多方面向好發展的指標，通常伴隨著公司業績的上升。因此，本文將公司的成長性納入控制變量，並考慮到數據的可獲得性與完整性，本文參考馬輝 (2008) 選用淨利潤增長率作為成長能力的衡量指標。依據本文第二章中查閱的相關文獻，皆認為公司成長性與公司經營績效之間存在正相關關係。因此，本研究預期公司成長性與公司經營績效呈正相關。

(四)資本結構 (LEV)

權衡理論 (Trade-off Theory) 和優序融資理論 (Pecking Order Theory) 兩大主流理論均表明了資本結構和公司經營績效存在相關性，並得到了許多實證研究的支持。資產負債率既是衡量公司的負債情況，也是衡量企業的償債能力的重要指標，能夠很好的反映出公司債務與股權的比例關係。因此，本文將資產負債率這一指標納入控制變量，並利用其衡量公司的資本結構情況。鑒於權衡理論和優序融資理論的觀點至今並未得到統一，本研究對資本結構與公司經營績效相關性的預期為不確定。

(五)股權集中度 (LHR)

回顧過往關於股權結構的相關理論中，大部分文獻均認為公司的股權集中度對公司的經營績效有著一定的影響。因此，本文將股權結構中股權集中度納入控制變量。第一大股東對於多數中國上市公司而言有著重大的影響力，當第一大股東所有權性質有所區別時，在公司的業績、股權結構和治理效力等方面也會存在差異性。(徐曉東、陳小悅，2003)。考慮到第一大股東在我國上市公司的重要地位，本文在選用股權集中度之指標時，考慮利用 CR1 指數即第一大股東持股比例作為衡量指標。

由於在本文第二章中查閱的相關文獻假說，對於高階管理人持股比例與公司績效二者的相關性持有相反的看法。因此，本研究對股權結構與經營績效之間關

係的預期為不確定。

(六)董監事會規模 (BOARD)

參考國內外相關文獻可知，大部分文獻實證結果表明董事會規模和公司經營績效之間的關係為負向，國內少數學者的實證研究顯示二者存在著倒 U 型的曲線關係。因此，本文將董監事會規模這一指標納入控制變量，並使用董事會人數與監事會人數合計值衡量這一變數。由於國內的相關實證結果並未得到統一，本研究對董事會規模與公司經營績效相關性的預期為不確定。

(七)獨立董事比例 (IND)

獨立董事制度作為改進公司治理結構的重要舉措，能夠更有效率地盡到監督和限制管理層徇私的責任，從而有利於企業市場價值的提升。特別是在中國市場監控機制還不完善的情況下，相關文獻顯示獨立董事比例與公司績效存在正相關的關係。本文將獨立董事比例這一指標納入控制變量，獨立董事比例=獨立董事人數/董事人數。並預期獨立董事比例與公司經營績效相關性為正向相關。

表 4-1 實證模型變數定義及預期影響方向彙整表

變數別	代號	變數定義	預期符號
被解釋變數			
經營績效	ROA	資產報酬率=稅後淨利潤/總資產	
解釋變數			
薪酬差距	GAP	薪酬差距=高階管理人平均薪酬 -員工平均薪酬	?
控制變數			
公司規模	SIZE	年末資產總值的自然對數	+
經營時間	AGE	研究期間-公司成立年份	?
成長性	GROW	淨利潤增長率	+
資本結構	LEV	資產負債率	?
股權集中度	LHR	第一位大股東持股比例	?
董監事會規模	BOARD	董事會人數與監事會人數合計值	?
獨立董事比例	IND	獨立董事比例=獨立董事人數/董事人數	+

第二節 面板數據之模型檢定與選擇

一、 面板數據模型說明

本文之研究樣本包含了中國 2046 家 A 股上市公司，其中國有企業 761 家，非國有企業 1285 家，且研究期自 2015 年至 2019 年共五年時間，資料形態既包含了橫斷面資料也包含了時間序列資料。若直接採用普通最小平方法 (Ordinary Least Squares, OLS)，無法有效地分析樣本時間序列或樣本個體之間的特性，導致估計結果存在偏誤。因此，對於既存在橫斷面特性又存在時間序列特性的面板數據，運用面板數據模型可以同時控制橫斷面上由不可觀察的個體異質性所導致的內生性問題，又解決了時間序列上自我相關性問題，降低估計結果有偏誤的風險。同時，面板數據提供了更多個體動態行為的信息，提高了估計的精確度。

本研究之樣本時間期間 $T=5$ ，公司樣本數 $N=2046$ ，屬於 $N>T$ 的短面板數據。對於短面板數據，將不像單純的時間序列模型一樣會出現偽回歸 (Spurious relationship) 的問題，因此不需要進行單位根檢定 (Unit Root Test) 和協整檢定 (Cointegration Test)。

根據本文的研究框架，首先以經營績效之衡量指標總資產報酬率 (ROA) 作為被解釋變數，薪酬差距作為解釋變數，探究中國上市公司薪酬差距對經營績效的影響。在控制變量中加入公司規模、經營時間、成長性、資本結構、股權集中度、董監事會規模和獨立董事比例七個變數。因此，將分別建立國有企業之面板數據回歸模型與非國有企業之面板數據回歸模型：

模型 1：國有企業之回歸模型

$$ROA1_{it} = \alpha_{1i} + \beta_1 GAP1_{it} + \beta_2 SIZE1_{it} + \beta_3 AGE1_{it} + \beta_4 GROW1_{it} + \beta_5 LEV1_{it} + \beta_6 LHR1_{it} + \beta_7 BOARD1_{it} + \beta_8 IND1_{it} + \varepsilon_{1it} \quad (4.1)$$

其中， $i = 1, 2, \dots, 761$ ，代表第 i 家國有企業； $t = 2015, 2016, \dots, 2019$ ，代表研究期間為自 2015 年至 2019 年中的某一年份； α_{1i} 為截距項； β_{1-8} 為回歸係數； ε_{1it} 為誤差項。ROA1 代表國有企業經營績效指標總資產報酬率；GAP1 代表國有企業薪酬差距；SIZE1 代表國有企業公司規模；AGE1 代表國有企業經營時間；GROW1 代表國有企業公司成長性；LEV1 代表國有企業資本結構衡量指標資產負債率；LHR1 代表國有企業股權集中度；BOARD1 代表國有企業董監事會規模；

IND1 代表國有企業獨立董事比例。

模型 2：非國有企業之回歸模型

$$ROA2_{it} = \alpha_{2i} + \beta_1 GAP2_{it} + \beta_2 SIZE2_{it} + \beta_3 AGE2_{it} + \beta_4 GROW2_{it} + \beta_5 LEV2_{it} + \beta_6 LHR2_{it} + \beta_7 BOARD2_{it} + \beta_8 IND2_{it} + \varepsilon_{2it} \quad (4.2)$$

其中， $i = 1, 2, \dots, 1285$ ，代表第 i 家非國有企業； $t = 2015, 2016, \dots, 2019$ ，代表研究期間為自 2015 年至 2019 年中的某一年份； α_{2i} 為截距項； β_{1-8} 為回歸係數； ε_{2it} 為殘差項；ROA2 代表非國有企業經營績效指標總資產報酬率；GAP2 代表非國有企業薪酬差距；SIZE2 代表非國有企業公司規模；AGE2 代表非國有企業經營時間；GROW2 代表非國有企業公司成長性；LEV2 代表非國有企業資本結構衡量指標資產負債率；LHR2 代表非國有企業股權集中度；BOARD2 代表非國有企業董監事會規模；IND2 代表非國有企業獨立董事比例。

二、 面板數據模型檢定與選擇

常見的面板數據模型有混合回歸模型（Pooled Regression Model）、固定效果模型（Fixed-effect Model）和隨機效果模型（Random-effect Model），本節將通過檢定的方式，在以上三種模型中對模型 1 及模型 2 選擇適合本研究樣本之模型。

(一) F 檢定

在固定效果模型和混合回歸效果模型的選擇步驟上，可以使用 F 檢定依據模型回歸式中的截距項 α_i 是否有差異性，檢定回歸式中的截距項 α_i 是否相等。假設截距項 α_i 均相等，則選擇使用混合回歸模型；若截距項 α_i 並非均相等，則表示樣本間存在個體差異，選擇使用固定效果模型。因此提出本檢定之假設：

$$\begin{cases} H_0: \alpha_1 = \alpha_2 = \dots = \alpha_N \\ H_1: \alpha_i \text{ 不全相等, } i = 1, 2, \dots, N \end{cases} \quad (4.3)$$

分別對國有企業面板數據模型 1 和非國有企業面板數據模型 2 進行 F 檢定，其檢定結果如下表 4-2。從表中的統計結果可知，模型 1 的 F 檢定統計量為 2.8185，

P 值為 0.0000；模型 2 的 F 檢定統計量為 2.1323，P 值為 0.0000。因此國有企業與非國有企業之模型均拒絕虛無假設，在混合回歸模型與固定效果模型中應該選擇固定效果模型。

表 4-2 模型 1 及模型 2 之 F 檢定結果

Model	Statistic	d.f.	Prob.
Model 1	2.8185	(760,3036)	0.0000
Model 2	2.1323	(1284,5132)	0.0000

(二)LM 檢定

在隨機效果模型和混合回歸效果模型的選擇步驟上，可以使用 LM 檢定 (Lagrange Multiplier Test) 依據模型回歸式中是否具有隨機截距項之性質，選擇適配之模型。假設不具有隨機截距項，則選擇使用混合回歸模型；若具有隨機截距項，則選擇使用隨機效果模型。因此提出本檢定之假設：

$$\begin{cases} H_0: \sigma_u^2 = 0 \\ H_1: \sigma_u^2 \neq 0 \end{cases} \quad (4.4)$$

分別對國有企業面板數據模型 1 和非國有企業面板數據模型 2 進行 LM 檢定，其檢定結果如下表 4-3。從表中的統計結果可知，模型 1 的 LM 檢定統計量為 20.297，P 值為 0.0000；模型 2 的 LM 檢定統計量為 15.806，P 值為 0.0000。因此國有企業與非國有企業之模型均拒絕虛無假設，在混合回歸模型與隨機效果模型中應該選擇隨機效果模型。

表 4-3 模型 1 及模型 2 之 LM 檢定結果

Model	Statistic	Prob.
Model 1	20.297	0.0000
Model 2	15.806	0.0000

(三)Hausman 檢定

在固定效果模型和隨機效果模型的選擇步驟上，可以使用 Hausman 檢定依據

模型回歸式中的截距項 α_i 與解釋變數 X_{it} 之間存在相關性與否來評判，選擇適配之模型。假設中的 α_i 與 X_{it} 之間不存在相關性，則選擇使用隨機效果模型；若 α_i 與 X_{it} 相關，則選擇使用固定效果模型。因此提出本檢定之假設：

$$\begin{cases} H_0: cov(\alpha_i, X_{it}) = 0 \\ H_1: cov(\alpha_i, X_{it}) \neq 0 \end{cases} \quad (4.5)$$

分別對國有企業面板數據模型 1 和非國有企業面板數據模型 2 進行 Hausman 檢定，其檢定結果如下表 4-4。從表中的統計結果可知，模型 1 的 Hausman 檢定卡方統計量為 138.49，P 值為 0.0000；模型 2 的 Hausman 檢定卡方統計量為 301.61，P 值為 0.0000。因此國有企業與非國有企業之模型均拒絕虛無假設，在隨機效果模型與固定效果模型中應該選擇固定效果模型。

表 4-4 模型 1 及模型 2 之 Hausman 檢定結果

Model	Chi-Sq. Statistic	d.f.	Prob.
Model 1	138.4900	8	0.0000
Model 2	301.6100	8	0.0000

本文依據圖 4-1 之檢定流程，對中國上市公司中 761 個國有企業樣本，及 1285 個非國有企業樣本之面板數據模型進行了最適模型的選擇。檢定結果表明，固定效果模型更適合本研究之樣本。因此，將分別建立國有企業之固定效果模型與非國有企業之固定效果模型：

國有企業之固定效果模型：

$$ROA1_{it} = \beta_1 GAP1_{it} + \beta_2 SIZE1_{it} + \beta_3 AGE1_{it} + \beta_4 GROW1_{it} + \beta_5 LEV1_{it} + \beta_6 LHR1_{1it} + \beta_7 BOARD1_{it} + \beta_8 IND1_{it} + \mu_{1i} + \varepsilon_{1it} \quad (4.3)$$

其中， $i = 1, 2, \dots, 761$ ，代表第 i 家國有企業； $t = 2015, 2016, \dots, 2019$ ，代表研究期間為自 2015 年至 2019 年中的某一年份； β_{1-8} 為回歸係數； μ_{1i} 是不可觀測和量化的隨機變量，代表了個體的異質性； ε_{1it} 為誤差項。

非國有企業之固定效果模型

$$ROA_{2it} = \beta_1 GAP_{2it} + \beta_2 SIZE_{2it} + \beta_3 AGE_{2it} + \beta_4 GROW_{2it} + \beta_5 LEV_{2it} + \beta_6 LHR_{2it} + \beta_7 BOARD_{2it} + \beta_8 IND_{2it} + \mu_{2i} + \varepsilon_{2it} \quad (4.4)$$

其中， $i = 1, 2, \dots, 1285$ ，代表第 i 家非國有企業； $t = 2015, 2016, \dots, 2019$ ，代表研究期間為自 2015 年至 2019 年中的某一年份； β_{1-8} 為回歸係數； μ_{1i} 是不可觀測和量化的隨機變量，代表了個體的異質性； ε_{2it} 為殘差項。

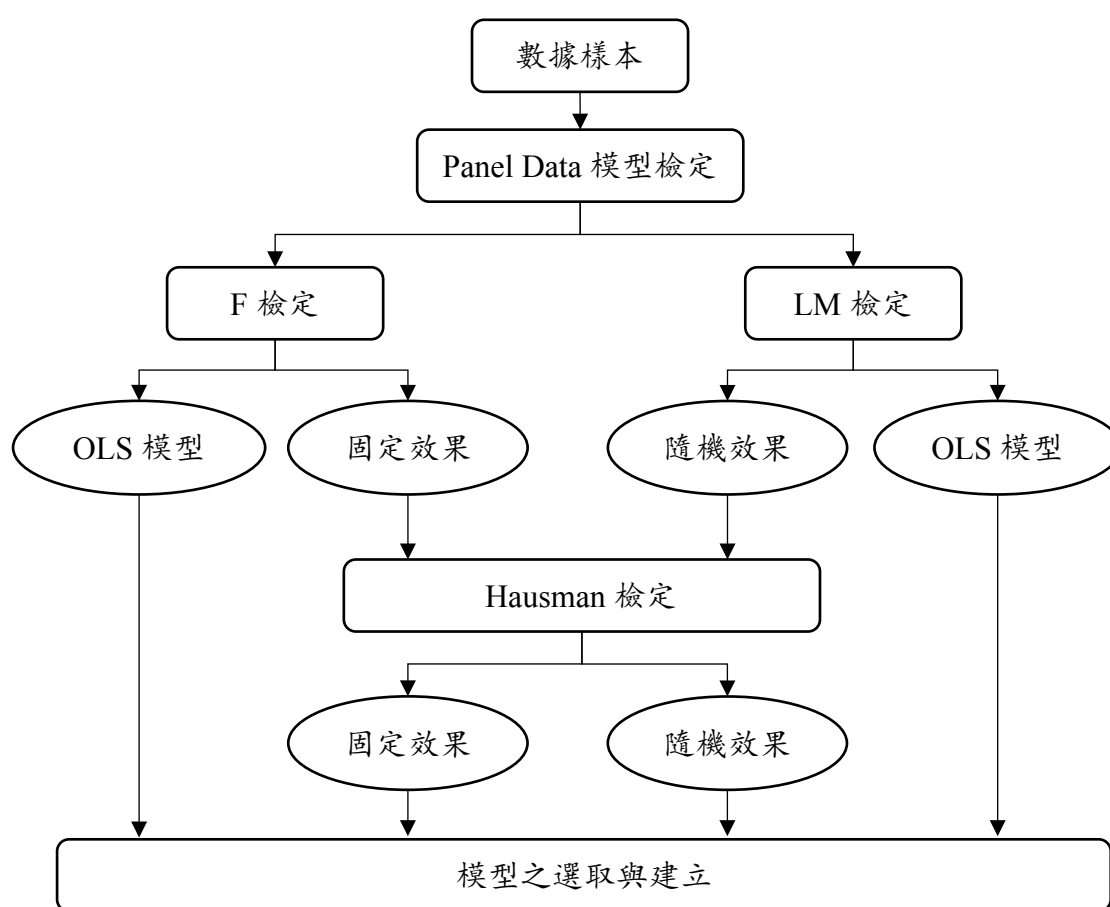


圖 4-1 模型檢定流程圖

第五章 實證結果分析

第一節 相關性分析

由於變數之間若存在相關性會影響回歸結果，在分析實證結果之前，本文將先對模型中各變數進行 Pearson 相關性分析，驗證本研究之模型是否存在多重共線性的問題。當相關係數之絕對值低於 0.3 時，可認為兩變數基本不存在相關性；相關係數之絕對值介於 0.3 至 0.5 之間時，兩變數屬於低度相關；當相關係數之絕對值高於 0.5 且低於 0.8 時，兩變數則屬於中度相關；而當相關係數之絕對值高於 0.8 時，可認為兩變數屬於高度相關。根據模型 1 與模型 2 之研究對象，分別對國有企業與非國有企業數據進行相關性分析，從而驗證各變數之間的相關性。

根據表 5-1 分析結果顯示，國有企業模型 1 各解釋變數中，「公司規模(SIZE1)」與「資本結構 (LEV1)」二者的相關係數之絕對值為 0.427，屬於低度相關；「董監事會規模 (BOARD1)」與「獨立董事比例 (IND1)」二者的相關係數之絕對值為 0.348，屬於低度相關；其餘變數的相關係數之絕對值均沒有大於 0.3，均屬於不存在相關性的範疇。因此，根據國有企業之相關性分析結果，模型 1 中各解釋變數之相關性最高僅為低度相關。考慮到「公司規模 (SIZE1)」與「資本結構 (LEV1)」二者的相關係數之絕對值為 0.427，極為接近中度相關的標準 0.5，因此在進行固定效果模型回歸時，除了原先設定之模型 1 外，另分別剔除變數「公司規模 (SIZE1)」、「資本結構 (LEV1)」，建立不同的實證模型並且相互比較結果，以確保實證模型之穩定性。

根據表 5-2 分析結果顯示，非國有企業模型 2 各解釋變數中，「薪酬差距 (GAP2)」與「公司規模 (SIZE2)」的相關係數之絕對值為 0.345，屬於低度相關；「公司規模 (SIZE2)」與「資本結構 (LEV2)」的相關係數之絕對值為 0.461，屬於低度相關；「董監事會規模 (BOARD2)」與「獨立董事比例 (IND1)」二者的相關係數之絕對值為 0.594，屬於中度相關；其餘變數的相關係數之絕對值均沒有大於 0.3，均屬於不存在相關性的範疇。根據非國有企業之相關性分析結果，在進行固定效果模型回歸時，除了原先設定之模型 2 外，另分別剔除「董監事會規模 (BOARD2)」、「獨立董事比例 (IND2)」屬於中度相關之變數，建立不同的實證模型並且相互比較結果。同時也考慮到「公司規模 (SIZE2)」與「資本結構

(LEV2)」二者的相關係數之絕對值為 0.461，極為接近中度相關的標準 0.5，因此分別剔除變數「公司規模 (SIZE2)」、「資本結構 (LEV2)」，建立不同的模型並且相互比較結果，以確保實證模型之穩定性。

表 5-1 國有企業之 Pearson 相關性分析

	GAP1	SIZE1	AGE1	GROW1	LEV1	LHR1	BOARD1	IND1
GAP1	1							
SIZE1	0.144	1						
AGE1	0.044	-0.024	1					
GROW1	0.017	0.012	0.030	1				
LEV1	0.023	0.427	0.059	-0.032	1			
LHR1	-0.148	0.279	-0.180	-0.006	0.012	1		
BOARD1	0.034	0.253	-0.073	0.017	0.086	0.04	1	
IND1	-0.015	0.100	0.008	-0.023	0.064	0.06	-0.348	1

表 5-2 非國有企業之 Pearson 相關性分析

	GAP2	SIZE2	AGE2	GROW2	LEV2	LHR2	BOARD2	IND2
GAP2	1							
SIZE2	0.345	1						
AGE2	0.055	0.076	1					
GROW2	0.048	0.058	-0.015	1				
LEV2	0.133	0.461	0.125	-0.034	1			
LHR2	0.075	0.081	-0.038	0.038	0.011	1		
BOARD2	0.132	0.202	0.095	0.010	0.114	-0.051	1	
IND2	-0.070	-0.100	-0.033	-0.022	-0.030	0.020	-0.594	1

第二節 實證結果分析

本節首先以前一章節所建立之模型 1，針對國有企業面板數據進行固定效果模型回歸。並依據相關性分析之結果，刪除了相關係數之絕對值較大的解釋變數「公司規模 (SIZE1)」建立模型 3，刪除解釋變數「資本結構 (LEV1)」建立模型 4，並同時刪除上述兩項變數建立模型 5。模型之實證結果如下表 5-3。

表 5-3 中國國有上市公司經營績效之決定因素實證結果

解釋變數	模型 1	模型 3	模型 4	模型 5
截距項	-0.490*** (0.061)	0.050** (0.077)	-0.255*** (0.064)	-0.046* (0.026)
薪酬差距 (GAP1)	0.002*** (0.000)	0.002*** (0.000)	0.002*** (0.000)	0.002*** (0.000)
公司規模 (SIZE1)	0.029*** (0.003)		0.011*** (0.003)	
經營時間 (AGE1)	-0.001 (0.001)	0.002*** (0.001)	0.002** (0.001)	0.003*** (0.001)
成長性 (GROW1)	0.0002*** (0.000)	0.0002*** (0.000)	0.0002*** (0.000)	0.0002*** (0.000)
資本結構 (LEV1)	-0.250*** (0.012)	-0.219*** (0.011)		
股權集中度 (LHR1)	0.034* (0.017)	0.069*** (0.017)	0.034* (0.019)	0.048** (0.018)
董監事會規模 (BOARD1)	0.000 (0.001)	0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	0.000 (0.001)
獨立董事比例 (IND1)	-0.029 (0.028)	-0.022 (0.028)	-0.043 (0.030)	-0.040 (0.030)
R-squared(within)	0.171	0.145	0.045	0.041
R-squared(between)	0.264	0.225	0.032	0.030
R-squared(overall)	0.181	0.155	0.030	0.030

註：1. () 代表標準誤。 2.*代表 P 值<0.1, **代表 P 值<0.05, ***代表 P 值<0.01。

接著將所建立之模型 2 針對非國有企業進行固定效果模型回歸。並依據相關性分析之結果，刪除了中度相關的解釋變數「董監事會規模 (BOARD2)」建立模型 6，刪除變數「獨立董事比例 (IND2)」建立模型 7，並同時刪除上述兩項變數建立模型 8，以確保模型之穩定性。模型之實證結果如下表 5-4。

表 5-4 中國非國有上市公司經營績效之決定因素實證結果

解釋變數	模型 2	模型 6	模型 7	模型 8
截距項	-0.901** (0.077)	-0.909** (0.074)	-0.897** (0.073)	-0.902** (0.072)
薪酬差距 (GAP2)	0.001*** (0.000)	0.001*** (0.000)	0.001*** (0.000)	0.001*** (0.000)
公司規模 (SIZE2)	0.051*** (0.004)	0.051*** (0.004)	0.051*** (0.004)	0.051*** (0.004)
經營時間 (AGE2)	-0.008*** (0.001)	-0.008*** (0.001)	-0.008*** (0.001)	-0.008*** (0.001)
成長性 (GROW2)	0.001*** (0.000)	0.001*** (0.000)	0.001*** (0.000)	0.001*** (0.000)
資本結構 (LEV2)	-0.303*** (0.012)	-0.304*** (0.121)	-0.303*** (0.012)	-0.304*** (0.012)
股權集中度 (LHR2)	0.186*** (0.027)	0.186*** (0.274)	0.186*** (0.027)	0.187*** (0.027)
董監事會規模 (BOARD2)	-0.001 (0.002)		-0.001 (0.001)	
獨立董事比例 (IND2)	0.007 (0.043)	0.015 (0.036)		
R-squared(within)	0.206	0.206	0.206	0.206
R-squared(between)	0.139	0.140	0.140	0.141
R-squared(overall)	0.121	0.122	0.121	0.122

註：1. () 代表標準誤。 2.*代表 P 值<0.1, **代表 P 值<0.05, ***代表 P 值<0.01。

一、 國有企業之實證結果分析

從表 5-3 模型 1 可知，國有企業之基礎模型 1 與剔除相關係數之絕對值較大的解釋變數所建立之模型（模型 3、4、5）相比較，模型 1 中的「經營時間（AGE1）」一項估計係數及顯著性與其他模型存在差異，因此在後續分析中這一變數將考慮其他模型的實證結果。模型 4 中「董監事會規模（BOARD1）」一項估計係數與其他模型相反，但此項變數在所有國有企業模型中均不具有顯著性。其他模型中各解釋變數對公司經營績效的相關性、影響方向與結果顯著性皆與模型 1 一致。因此，本文將主要參考模型 1 的實證結果，在「經營時間」這一變數上參考模型 3，分析國有上市公司各項解釋變數與公司經營績效之間的相關性及實證結果。

對於國有企業經營績效而言，「薪酬差距」、「公司規模」、「經營時間」、「成長性」、「資本結構」、「股權集中度」6 項解釋變數具有顯著性，係中國國有上市公司經營績效之重要影響因素。因此，本節將針對本章實證結果與前一章各解釋變數的預期方向進行比較分析與說明。

(一) 薪酬差距

此項被解釋變數在過往文獻中，存在完全相反的兩派理論，因此預期方向為不確定。本研究利用中國 761 家國有上市公司資料進行實證研究，結果顯示估計係數為正向。說明對於中國的國有企業而言，經過多年的薪酬體制改革，國有企業「大鍋飯」的現象已經不復存在，在現有的政策體制下可以適當擴大薪酬差距以激勵員工創造更高的公司效益。研究結果支持了錦標賽理論的說法，也印證了 Main (1993)、林浚清 (2003) 等人的觀點。本項變數實證結果達 99% 的顯著水準，因此，中國國有上市公司之薪酬差距與公司經營績效存在顯著的正相關關係。在控制其他變數的情況下，中國國有上市公司的薪酬差距每擴大 1 元，公司的 ROA 指標將上升 0.2%。

(二) 公司規模

此項變數的預期方向為正相關，實證結果估計係數方向亦為正相關，預期與實證結果二者相符。研究結果與 Geroski (1998)、Fernandez (2019) 及 Evans and

Leighton (1989) 等學者的結論一致。從規模經濟的角度而言，國有企業在國家和政府的支持下，應該善於運用國家資源擴大公司生產和經營規模，達到使公司的生產成本不斷下降的效果，在差異化和成本方面獲得競爭優勢，從而為公司取得更高的經營績效。本項變數實證結果達 99% 的顯著水準，因此，中國國有上市公司之公司規模與經營績效存在正方向的相關性。在控制其他變數的情況下，中國國有上市公司的公司規模每擴大 1 個單位，公司的 ROA 指標將上升 2.9%。

(三) 經營時間

此項變數的預期方向為不確定，雖然市場先驅者可能因為先發優勢佔據更大的市場份額，但後進者的「搭便車」行為也可能超越先驅者主導市場。本文模型 1 的實證結果估計係數方向雖為負相關，但結果並不具有顯著性。而在剔除高相關性變數後所建立的模型 3-5 的實證結果中，皆顯示「經營時間」這一變數的估計係數方向為正，且在 99% 的顯著水準下具有顯著性。因此，本研究的實證結果表明中國國有上市公司之經營時間與公司經營績效存在顯著的正向關係。在控制其他變數的情況下，中國國有上市公司的經營時間增加 1 年，公司的 ROA 指標將上升 0.2%。印證了 Golder and Tellis (1993) 和彭小雨 (2018) 的觀點。說明對於中國國有上市公司而言，即使較早進入市場也無法始終保持領導者的地位，無論是否作為市場的先驅者都應該積極研發新的技術，創新產品組合，築高市場壁壘才能保持自己的領先地位。

(四) 成長性

此項變數的預期方向為正相關，實證結果估計係數方向亦為正相關。可推論成長性較好的國有上市公司，其公司經營績效更佳。與 Nissim and ZIV (2001)、章劉成、夏萍 (2020) 等人的研究結果契合。本項變數實證結果達 99% 的顯著水準，因此，中國國有上市公司之成長性與公司經營績效呈顯著的正向相關。在控制其他變數的情況下，中國國有上市公司的成長性每上升 1 個單位，公司的 ROA 指標將上升 0.02%。

(五) 資本結構

此項變數的預期方向為不確定。與資本結構相關之文獻理論中，存在權衡理

論 (Trade-off Theory) 和優序融資理論 (Pecking Order Theory) 兩大觀點相悖的主流理論。本文實證結果估計係數方向為負相關，與 Titman and Wessels (1988) 的結論保持一致，支持優序融資理論。若中國國有上市公司選擇向外部融資時，向外界投資者傳遞的公司資金短缺、未來收益下滑等負面資訊會對公司經營績效帶來負面影響。本項變數實證結果達 99% 的顯著水準，因此，中國國有上市公司之資本結構與公司經營績效呈顯著的負向相關。在控制其他變數的情況下，中國國有上市公司的資本結構每上升 1 個單位，公司的 ROA 指標將下降 25%。

(六) 股權集中度

本項變數的預期方向為不確定。雖然相關理論文獻中積極監督假說認為集中的股權更有益於公司經營績效，但學者們的實證結果並不統一，部分研究表明股權集中度和經營績效之間存在著的顯著正向關係，部分顯示呈負相關或倒 U 型關係。本文實證結果估計係數方向為正相關，印證了徐莉萍、辛宇、陳工孟(2006) 的研究結果。說明對於中國國有上市公司而言，更適宜將股權集中在多數大股東手中，督促其積極監督從而提高公司經營績效。本項變數實證結果達 90% 的顯著水準，因此，中國國有上市公司之股權集中度與公司經營績效呈顯著的正向相關。在控制其他變數的情況下，中國國有上市公司的股權集中度每擴大 1 個單位，公司的 ROA 指標將上升 3.4%。

(七) 董監事會規模

本項變數的預期方向為不確定，由於關於董監事會規模與公司經營績效之間的關係，過往文獻並未給出統一的結論。且該項實證結果不具有顯著性，因此，本文認為中國國有上市公司之董監事會規模與公司經營績效不具有顯著相關性。

(八) 獨立董事比例

此項變數的預期方向為正相關，但實證結果表明獨立董事比例與公司經營績效關聯性為負，兩者並不相符。筆者推論產生該結果的原因可能是，在中國與獨立董事相關的監督和評價制度並不完善，存在部分「掛名」獨董並未有效地履行獨立董事的職責。且該項實證結果不具有顯著性，因此，本文認為中國國有上市公司之獨立董事比例與公司經營績效不具有顯著相關性。

二、 非國有企業之實證結果分析

從表 5-4 可知，非國有企業之基礎模型 2 與剔除相關係數之絕對值較大的解釋變數所建立之模型（模型 6、7、8）相比較，各項解釋變數對公司經營績效的相關性、影響方向與結果顯著性皆為一致，可見模型 2 具有足夠的穩定性。因此，本文將以模型 2 為對象，分析非國有上市公司各項解釋變數與公司經營績效之間的相關性及實證結果。

對於非國有企業經營績效而言，「薪酬差距」、「公司規模」、「經營時間」、「成長性」、「資本結構」、「股權集中度」6 項解釋變數具有顯著性，係中國非國有上市公司經營績效之重要影響因素。因此，本節將針對本章實證結果與前一章各解釋變數的預期方向進行比較分析與說明。

(一) 薪酬差距

此項被解釋變數的預期方向為不確定，本研究利用中國 1285 家非國有上市公司資料進行實證研究，結果顯示估計係數為正向。相對於行為理論所倡導的通過縮小薪酬差距而消除組織不團結等行為而言，中國非國有上市公司更需要錦標賽理論在其中發揮激勵的作用。目前非國有企業的薪酬差距雖然有所加大，但其激勵的作用還未完全得到有效的發揮，未達到錦標賽理論所認為的薪酬差距會激勵普通員工更加努力工作提高公司經營績效，從而得到晉升獎勵的效果。總體而言，我國非國有上市公司的薪酬差距還需要進一步擴大。本項變數實證結果達 99% 的顯著水準，因此，中國非國有上市公司之薪酬差距與公司經營績效呈顯著的正向相關。在控制其他變數的情況下，中國非國有上市公司的薪酬差距每擴大 1 元，公司的 ROA 指標將上升 0.1%。

(二) 公司規模

此項變數之預期方向為正相關，實證結果估計係數為正值。公司的規模既直接影響著公司經營績效，也通過影響其他因素間接影響績效表現，尤其是和公司成長性相關的因素。研究結果與 Geroski (1998)、Fernandez (2019) 及 Evans and Leighton (1989) 等學者的結論一致。本項變數實證結果達 99% 的顯著水準，因此，中國非國有上市公司之公司規模與公司經營績效呈正向相關且顯著。在控制

其他變數的情況下，中國非國有上市公司的公司規模每增加 1 個單位，公司的 ROA 指標將上升 5.1%。

(三)經營時間

此項變數的預期方向為不確定，市場先驅者既存在著先發優勢，也需要解決技術、市場教育、基礎設施開發的問題。本文的實證結果估計係數方向為負相關，與 Golder and Tellis (1993)、彭小雨 (2018) 的觀點一直。說明對於中國非國有上市公司而言，較早進入市場的成本大於其擁有的優勢。本項變數實證結果達 99% 的顯著水準，因此，中國非國有上市公司之經營時間與公司經營績效呈顯著的負向相關。在控制其他變數的情況下，中國非國有上市公司的經營時間每增加 1 年，公司的 ROA 指標將下降 0.8%。

(四)成長性

此項變數之預期方向為正，與實證結果估計係數方向相符。說明成長性對於非國有上市公司而言是向好的指標，成長性越好的公司經營績效越高，印證了 Nissim and ZIV (2001)、章劉成、夏萍 (2020) 等人的研究結論。本項變數實證結果達 99% 的顯著水準，因此，中國非國有上市公司之成長性與公司經營績效呈顯著的正向相關。在控制其他變數的情況下，中國非國有上市公司的成長性每上升 1 個單位，公司的 ROA 指標將上升 0.1%。

(五)資本結構

此項變數的預期方向為不確定，原因是權衡理論 (Trade-off Theory) 和優序融資理論 (Pecking Order Theory) 兩大理論觀點的結論相反。本文實證結果估計係數方向為負相關，支持了優序融資理論，與 Titman and Wessels (1988) 的結論保持一致。對於中國非國有上市公司而言，增加公司的負債比率容易因過度負債而引起破產危機，因此較為健康安全的資本結構才能支撐非國有企業永續發展。本項變數實證結果達 99% 的顯著水準，因此，中國非國有上市公司之資本結構與公司經營績效呈顯著的負向相關。在控制其他變數的情況下，中國非國有上市公司的資本結構每增加 1 個單位，公司的 ROA 指標將下降 30.3%。

(六) 股權集中度

本項變數的預期方向為不確定，在本文第二章的文獻回顧中，學者對於股權集中度與公司經營績效的相關性持有不同的看法。積極監督假說理論認為集中的股權更有益於公司經營績效，但部分學者的研究表明股權集中度和經營績效之間存在著的顯著正向關係，更有學者的實證結果證明二者呈負相關或倒 U 型關係。本文實證結果估計係數方向為正相關，印證了徐莉萍、辛宇、陳工孟（2006）的研究結果。說明對於中國非國有上市公司而言，分散股權而產生的「搭便車」行為普遍存在，將股權集中在多數大股東之手能使股東更有效地起到監督作用從而提高公司經營績效。本項變數實證結果達 99% 的顯著水準，因此，中國非國有上市公司之股權集中度與公司經營績效呈顯著的正向相關。在控制其他變數的情況下，中國非國有上市公司的股權集中度每擴大 1 個單位，公司的 ROA 指標將上升 18.6%。

(七) 董監事會規模

本項變數的預期方向為不確定，過往關於董監事會規模與公司經營績效之間的關係文獻並未給出統一的結論。經本文實證結果估計係數方向為負相關，但該項實證結果不具有顯著性，因此，本文認為中國非國有上市公司之董監事會規模與公司經營績效不具有顯著相關性。

(八) 獨立董事比例

此項變數的預期方向為正相關，認為越高的獨立董事比例會給公司經營績效帶來更好的助力。但實證結果估計係數方向為負相關，與預期方向不相符。推論產生該結果的原因可能是，對於中國非國有企業而言也存在部分「掛名」獨董的情況，「掛名」獨董領取著公司的薪酬卻並未有效地履行獨立董事的職責。且該項實證結果不具有顯著性，因此，本文認為中國非國有上市公司之獨立董事比例與公司經營績效不具有顯著相關性。

第六章 結論與建議

第一節 研究結論

本研究探討了中國上市公司高階管理人與普通員工之間的薪酬差距對公司經營績效產生的影響，從而驗證「組織行為理論」與「錦標賽理論」在中國上市公司的適用性。並通過對過往文獻的整理與回顧，探索其他因素對公司經營績效可能造成的影響。分別對中國國有上市公司和非國有上市公司建立面板數據固定效果模型，通過回歸分析進行實證研究，印證各解釋變數對於公司經營績效的解釋能力。根據本文的研究結果，結論如下：

一、 薪酬差距對於公司經營績效影響之實證結果

依據固定效果模型實證結果，無論是國有上市公司還是非國有上市公司，薪酬差距均為公司經營績效的重要影響因素，且其影響方向為正向。中國上市公司高階管理人與普通員工之間的薪酬差距越大，將越有利於公司經營績效的提升，支持了錦標賽理論。由於我國市場發展進程不斷加速，公司薪酬制度不斷完善，競爭浪潮逐漸沒過了中庸、平均等思想的影響，錦標賽理論對於現階段的中國上市公司而言更加適用。員工更願意通過提升自身的競爭能力來追求更高的薪酬和更好的職位，從而帶動公司經營績效的提升，對公司的長遠發展有著正向的推動效果。

二、 其他影響因素對於公司經營績效影響之實證結果

對於中國國有上市公司而言，除「董監事會規模」、「獨立董事比例」2項變數不具有顯著解釋能力以外，「公司規模」、「經營時間」、「成長性」、「資本結構」及「股權集中度」5項變數通過了顯著性水準檢定，即為中國國有上市公司經營績效的重要決定因素。其中，「公司規模」、「經營時間」、「成長性」、「股權集中度」三項變數係數估計項為正，說明公司規模越大、經營時間越長、成長性和股權集中度越高，公司的經營績效越佳。唯有資本結構一項變數係數估計項為負，說明資產負債率越高，公司經營績效的表現越差。

對於中國非國有上市公司而言，僅「董監事會規模」、「獨立董事比例」2項

變數不具有顯著解釋能力，「公司規模」、「經營時間」、「成長性」、「資本結構」及「股權集中度」5項變數均通過了顯著性水準檢定，為中國非國有上市公司經營績效的重要決定因素。其中，「公司規模」、「成長性」、「股權集中度」三項變數係數估計項為正，說明對於非國有上市公司而言，公司規模越大、成長性和股權集中度越高，越有利於公司經營績效的提升。「經營時間」、「資本結構」兩項變數係數估計項為負，說明經營時間越長或資產負債率越高，公司的經營績效越差。

第二節 研究建議

一、 研究樣本之限制

據中國工信部統計顯示，截止 2018 年底，中國中小企業的數量已經超過了 3000 萬家，個體工商戶數量超過 7000 萬戶，貢獻了全國 50%以上的稅收，60%以上的 GDP，70%以上的技術創新成果和 80%以上的勞動力就業，說明中小企業仍是中國經濟最重要的組成部分之一。但鑒於研究數據的準確性與可取得性，本文僅以中國上市公司作為研究對象，尚未能包含中國所有企業，故建議後續研究可考慮將中國中小企業納入研究對象。

二、 經營績效衡量指標之限制

本研究在選取指標時，僅以單一財務指標——資產報酬率（ROA）作為公司經營績效的衡量指標。尚未選用非財務指標及其他綜合性指標作為績效指標，探討薪酬差距對公司經營績效的影響。因此建議後續研究可考量多方面指標或綜合性指標納為變數進行研究。

三、 薪酬最佳區間

對於我國國有企業而言，國家與政府所頒布的薪酬制度與薪酬管控不單單是為了達成企業的利益最大化，更可能考慮到其他多重非利潤目標。本文並未考慮到涉及多重因素後，對於國有企業薪酬水平的最佳區間的研究。因此，後續之相關研究亦可在該方向深入探討。

参考文献

中文部分

- 蔡莉, 鄭美群 (2003), 「中、美企業經營績效評價的演進及比較研究」, 《經濟縱橫》, 9, 40-44。
- 封铁英 (2006), 「資本結構選擇偏好於企業績效的關係研究——基於上市公司“過度負債”與“財務保守”行為的實證分析」, 《科研管理》, 27 (6), 54-61。
- 「國際收支和國際投資頭寸手冊」, 《國際貨幣基金組織》。
- 李燦 (2008), 「高管團隊背景特征對上市銀行風險承擔的影響研究」, 《湖南大學工商管理學院碩士學位論文》。
- 李偉民 (2002), 「金融大辭典」, 《黑龍江人民出版社》。
- 李佔雷 (2010), 「股權結構、董事會治理與公司成長性——來自中小企業板的實證研究」, 《經濟與管理》, 24 (5), 28-34。
- 林浚清、黃祖輝、孫永祥 (2003), 「高管團隊內薪酬差距、公司績效和治理結構」, 《經濟研究》, 4, 31-40。
- 劉國亮、王加勝 (2000), 「上市公司股權結構、激勵制度及績效的實證研究」, 《經濟理論與經濟管理》, 5, 40-45。
- 馬輝 (2008), 「中國上市公司資本結構與績效研究」, 《河北工業大學管理科學與工程學院博士論文》。
- 彭小雨 (2018), 「先發優勢理論在跨進進口零售電商市場的應用——以“洋碼頭”和網易“考拉海購”為例」, 《浙江大學經濟學院碩士專業學位論文》。145-148。

孫永祥、黃祖輝 (1999), 「上市公司的股權結構與績效」, 《經濟研究》, 12, 23-39。

孫永祥、章融 (2000), 「董事會規模、公司治理與績效」, 《企業經濟》, 10, 13-15。

唐松、孫錚 (2014), 「政治關聯、高管薪酬與企業未來經營績效」, 《管理世界》, 5, 93-105。

王娟、楊鳳林 (2002), 「中國上市公司資本結構影響因素的最新研究」, 《國際金融研究》, 8, 45-52。

吳世農、李常青、余璋 (1999), 「我國上市公司成長性的判定分析和實證研究」, 《南開管理評論》, 4, 49-57。

吳淑琨、劉忠明、范建強 (2001), 「非執行董事與公司績效的實證研究」, 《中國工業經濟》, 9, 69-76。

吳曉明、張春宇 (2004), 「托賓 Q 文獻綜述及其在中國應用的局限性」, 《現代商業》, 27, 198。

徐莉萍、辛宇、陳工孟 (2006), 「股權集中度和股權制衡及其對公司經營績效的影響」, 《經濟研究》, 1, 90-100。

徐曉東、陳小悅 (2003), 「第一大股東對公司治理、企業業績的影響分析」, 《經濟研究》, 2, 64-74。

于東智、池國華 (2004), 「董事會規模、穩定性與公司績效: 理論與經驗分析」, 《經濟研究》, 4, 70-79。

袁雁鳴 (2006), 「淺談杜邦法分析法」, 《會計之友》, 10 (2), 71-72。

趙建鳳 (2013), 「上市公司股權結構對內部控制有效性的影響研究」, 《首都經濟

貿易大學企業管理博士學位論文》。

張暉明、陳志廣 (2002), 「高級管理人員激勵與企業績效——以滬市上市公司為樣本的實證研究」, 《世界經濟文匯》, 4, 29-37。

張凱麗 (2014), 「薪酬差距的形態、作用機制與未來研究展望」, 《管理觀察》, 14, 93-105。

章劉成、夏萍 (2020), 「企業家精神、財務與企業成長性關係研究——以科創板IPO 數據為例」, 《會計之友》, 17, 88-92。

周蓓蓓、曹建安、段興民 (2009), 「上市公司高管相對薪酬差距與公司績效相關性研究」, 《商業研究》, 2, 184-188。

朱蘇麗 (2007), 「社會比較對薪酬不公平感的心理作用機制」, 《武漢理工大學學報》, 29 (8), 145-148。

英文部分

Alexander Wall (1919), "Study of Credit Barometrics," *The Federal Reserve Bulletin*, 5(3), 229-243.

Andrei Shleifer and Robert W. Vishny (1986), "Large Shareholders and Corporate Control," *The Journal of Political Economy*, 94(3), 461-488.

Brian G. M. Main, Charles A. O'Reilly III and James Wade (1993), "Top Executive Pay: Tournament or Teamwork?," *Journal of Labor Economics*, 11(4), 606-628.

Christiana L. Brown and James M. Lattin (1994), "Investigating the Relationship between Time in Market and Pioneering Advantage," *Management Science*, 40(10), 1361-1369.

David S. Evans and Linda S. Leighton (1989), "Why Do Smaller Firms Pay Less?," *The Journal of Human Resources*, 24(2), 299-318.

David Yermack (1996), "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board

- of Directors,” *Journal of Financial Economics*, 40, 185-211.
- Doron Nissim and Amir ZIV (2001), “Dividend Changes and Future Profitability,” *The Journal of Finance*, 56(6), 2111-2133.
- Douglas M. Cowherd and David I. Levine (1992), “Product Quality and Pay Equity between Lower-level Employees and Top Management: An Investigation of Distributive Justice Theory,” *Administrative Science Quarterly*, 37(2), 302-320.
- Edward P. Lazear and Sherwin Rosen (1981), “Rank-order Tournaments as Optimum Labor Contracts,” *Journal of Political Economy*, 89(5), 841-864.
- Esteban Fernandez, Susana Iglesias-Antelo, Vicente Lopez-Lopez, Marcos Rodriguez-Rey, Carlos M. Fernandez-Jardone (2019), “Firm and Industry Effects on Small, Medium-sized and Large Firms’ Performance,” *BRQ Business Research Quarterly*, 22, 25-35.
- Eugene F. Fama and Michael C. Jensen (1983), “Separation of Ownership and Control,” *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- James A. Davis (1959), “A Formal Interpretation of the Theory of Relative Deprivation,” *Sociometry*, 22(4), 280-296.
- Leon Festinger (1954), “A Theory of Social Comparison Processes,” *Human Relations*, 7, 117-140.
- Martin Lipton and Jay W. Lorsch (1992), “A Modest Proposal for Improved Corporate Governance,” *The Business Lawyer*, 48(1), 59-77.
- Marvin B. Lieberman and David B. Montgomery (1988), “First-mover Advantages,” *Special Issue: Strategy Content Research*, 9(1), 41-58.
- Mason A. Carpenter and WM. Gerard Sanders (2002), “Top Management Team Compensation: The Missing Link between CEO Pay and Firm Performance? ,” *Strategic Management Journal*, 23(4), 367-375.
- P. A. Geroski (1998), “An Applied Econometrician’s View of Large Company Performance,” *Review of Industrial Organization*, 13, 271-293.

- Paul Milgrom and John Roberts (1988), "An Economic Approach to Influence Activities in Organizations," *American Journal of Sociology*, 94, 154-179.
- Peter N. Golder and Gerard J. Tellis (1993), "Marketing Logic or Marketing Legend?" *Journal of Marketing Research*, 30(2), 158-170.
- Phyllis A. Siegel and Donald C. Hambrick (1996), "Pay Dispersion within Top Management Groups: Harmful Effects on Performance of High-technology Firms," *Organization Science*, 16(3), 259-274.
- Richard A. Lambert, David F. Larcker and Keith Weigelt (1997), "The Structure of Organizational Incentives," *Administrative Science Quarterly*, 38(3), 438-461.
- Samuel R. Gray and Albert A. Cannella, Jr (1997), "The Role of Risk in Executive Compensation," *Journal of Management*, 23(4), 517-540.
- Sanford J. Grossman and Oliver D. Hart (1980), "Takeover Bids, the Free-rider Problem, and the Theory of the Corporation," *The Bell Journal of Economics*, 11(1), 42-64.
- Sheridan Titman and Roberto Wessels (1988), "The Determinants of Capital Structure Choice," *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19.
- Sydney Finkelstein and Brian K. Boyd (1998), "How Much Does the CEO Matter? The Role of Managerial Discretion in the Setting of CEO Compensation," *Academy of Management Journal*, 41(2), 179-199.
- William T. Robinson and Claes Fornell (1985), "Sources of Market Pioneer Advantages in Consumer Goods Industries," *Journal of Marketing Research*, 25(1), 87-94.