

国有企业战略投资与 CEO 薪酬的非对称设计

朱赛林, 刘春林

(南京大学商学院, 江苏 南京 210093)

摘要: 国有企业战略投资对于满足国家战略发展需求, 推动国有企业高质量发展具有重要作用。然而, 战略投资会给国有企业带来高昂的代理成本, 需要有效的激励约束机制保障战略投资的活力和效率。从 CEO 薪酬设计的角度发现, 国有企业战略投资对 CEO 薪酬绩效敏感性的影响存在非对称性: 与绩效上升时相比, 绩效下降时国有企业战略投资对 CEO 薪酬绩效敏感性的影响更强。这说明, 国有企业对于战略投资的 CEO 薪酬设计呈现出重约束、轻激励的特征。异质性分析表明, 通过减少政府的干预、拉长控制链能在一定程度上引发国有企业激励效应(针对战略投资)的薪酬设计。研究结果对于优化国有企业战略投资的薪酬设计、促进国有企业高质量发展具有启示意义。

关键词: 国有企业; 战略投资; 薪酬绩效敏感性

中图分类号: F272.3

文献标识码: A

文章编号: 1005-0566(2024)05-0122-10

Strategic investment and asymmetric design of CEO compensation in state-owned enterprises

ZHU Sailin, LIU Chunlin

(Business School, Nanjing University, Nanjing 210093, China)

Abstract: Strategic investment by SOEs plays an important role in meeting national strategic development needs and promoting high-quality development of SOEs. However, strategic investment can bring high agency costs to SOEs, and effective incentive and constraint mechanisms are needed to guarantee the vigor and efficiency of strategic investment. From the perspective of CEO compensation design, this paper finds that there is asymmetry in the effect of SOEs strategic investment on CEO compensation performance sensitivity. The effect of SOEs strategic investment on CEO pay performance sensitivity is stronger when performance is declining compared to when performance is rising. This suggests that the design of CEO compensation for strategic investment in SOEs exhibits characteristics that stress constraints over incentives. The heterogeneity analysis suggests that the incentive effect (for strategic investment) of compensation design in SOEs can be triggered to some extent by reducing government intervention and lengthening the chain of control. The findings of this paper have implications for optimizing the compensation design for strategic investment in SOEs and promoting the high-quality development of SOEs.

Key words: State-owned enterprises; strategic investment; pay-performance sensitivity

收稿日期: 2023-10-10 修回日期: 2024-04-08

基金项目: 国家自然科学基金项目(72072085)。

作者简介: 朱赛林(1996—), 女, 江苏南通人, 南京大学商学院博士生, 研究方向为战略管理、创新管理、供应链管理。

党的二十大指出,为了推动高质量发展,要“加快国有经济布局优化和结构调整,推动国有资本和国有企业做强做优做大,提升企业核心竞争力”。在此背景下,国有企业战略投资对优化国有资本布局、实现高质量发展具有重要作用。战略投资是指收购、研发投入和资本支出等与企业长期发展有关的重大投资^[1]。有效的战略投资能使国有资本流向关乎国家经济命脉、科技发展的重要领域,也是构建国有企业核心竞争力、驱动创新发展战略的关键^[2]。然而,战略投资具有投入大、不确定性高、投资回报期长等风险特征^[3],给国有企业带来了高昂的代理成本。检验现有的激励约束制度是否有效并对之进行优化,是摆在国有企业改革面前的难题。

CEO 是企业战略的掌舵者,在战略投资决策定位和执行的过程中起关键作用。基于最优契约理论,现有研究认为,CEO 薪酬水平应该与战略投资绩效相关联:当战略投资导致企业绩效提升时,CEO 会得到薪酬提升的激励;当战略投资导致企业绩效困境时,CEO 则会得到薪酬下降的惩罚^[3]。CEO 薪酬与战略投资绩效相关联的薪酬设计不仅能提高管理者进行“有效”战略投资的积极性,还能降低企业的代理成本,符合经济治理的逻辑。尽管中国国有企业薪酬制度也经历了市场化改革,但考虑到国有企业仍处于从行政治理向经济治理转型的过渡阶段^[4],本文关注国有企业针对战略投资的薪酬设计又会呈现出何种特征?本文期望通过对这一问题的探讨,从微观层面,即战略投资薪酬设计有效性的角度,为深化国有企业改革、促进国有企业高质量发展提供一些新思路。

本文以 2007—2021 年中国 A 股上市国有企业为样本,研究发现,中国国有企业针对 CEO 战略投资进行的薪酬设计呈现出了重约束、轻激励的非对称特征。当战略投资导致企业绩效困境时,CEO 薪酬和绩效呈现较高敏感性,在此情境下绩效下降越多,CEO 的薪酬惩罚越大,这一点和西方的结论是一致的。但是,当国有企业战略投资导致企业绩效上升时,CEO 却无法得到充分的薪酬奖励。本文研究进一步发现,中国民营企业战略

投资的薪酬设计与国有企业截然相反,总体表现为重激励、轻约束的特征,这种薪酬设计的差异一定程度上解释了国有企业和民营企业在战略投资强度上的不同。

本文的主要贡献体现在以下几方面。第一,与 Shi 等^[3]在西方情景下的研究结论不同。本文研究发现,在行政治理与经济治理并存的国有企业中,战略投资对 CEO 薪酬绩效敏感性的影响具有非对称性。该结果表明制度环境的差异会对薪酬设计产生重要影响,进而对战略投资与薪酬绩效敏感性关系的研究做出贡献。第二,现有研究主要关注国有企业的内外部特征(如政治关联、分析师关注)如何影响薪酬绩效敏感性^[5-6]。本文从 CEO 行为的角度出发,探究战略投资对 CEO 薪酬绩效敏感性的影响,不仅丰富了国有企业 CEO 薪酬绩效敏感性前因的研究,而且深入揭示了国有企业如何根据 CEO 的战略投资行为和不同的绩效结果作出薪酬决策,有助于揭开国有企业薪酬决策过程的黑箱。第三,对国有企业激励约束机制改革具有启示意义。本文基于高质量发展的需求,对国有企业战略投资薪酬设计的有效性进行了考察,发现国有企业战略投资的 CEO 薪酬设计存在着重约束、轻激励的问题。进一步地,本文探究了如何引发国有企业针对战略投资激励效应的薪酬设计,研究结果为优化国有企业战略投资的薪酬设计,促进国有企业高质量发展提供了切入点和经验证据。

一、文献综述与研究假设

(一)文献综述

战略投资是指能够影响企业竞争优势、战略目标和经营成败的重大投资活动^[1,7]。总结现有文献的观点,战略投资薪酬设计存在以下两方面的挑战。其一,战略投资具有高风险的特征^[8]。负责企业战略决策制定的 CEO 可能不愿意进行战略投资,需要对其进行一定的激励。其二,战略投资会增加企业的代理成本。战略投资过程存在严重的信息不对称,CEO 可能会借由所谓的战略投资满足私利,使战略投资发挥不出应有的价值,因此需要对其进行约束^[9]。对此,Shi 等^[3]基于美国

上市公司的样本发现,企业会将高水平的战略投资与较高的 CEO 薪酬绩效敏感性相匹配。如果战略投资导致绩效上升,企业会对 CEO 进行薪酬奖励,绩效上升越多 CEO 得到的薪酬奖励越高,构成对 CEO“有效”战略投资行为的激励;如果战略投资导致企业绩效困境,企业会对其进行薪酬惩罚,绩效下降越多 CEO 受到的薪酬惩罚越大,构成对 CEO“低效”战略投资行为的约束。这种薪酬设计模式奖惩分明、赏罚有度,符合经济治理的逻辑。

与本文相关的另外一类文献是,中国国有企业在市场化转型中的薪酬制度。辛清泉等^[10]发现,随着市场化改革的推进,国有企业高管薪酬与绩效之间的敏感性显著增强;陈良银等^[11]发现国有企业混合所有制改革后,随着非国有股东持股和委派董事的增加,国有企业内部薪酬差距逐渐扩大,企业绩效也随之改善。本质上这类文献强调,增加薪酬绩效敏感性的制度设计有利于国有企业经济目标的实现。但也有文献提出,国有企业薪酬制度改革仍需进一步深化。比如,常凤林等^[12]认为,国有企业薪酬制度仍受到较为严苛的政府干预,尤其是“限薪令”导致国有企业难以有效激励绩优高管,限制了国有企业高管发挥企业家作用;Xin 等^[13]认为,不同绩效指标的多任务管理模式使国有企业高管绩效评估易受主观因素干扰,削弱了激励约束机制的有效性。可以发现,在经济与行政双重治理模式下^[4],由于需要同时考虑经济目标和社会目标^[14],国有企业难以纯粹地基于绩效进行薪酬安排^[15]。因此,国有企业战略投资的薪酬设计可能会呈现出独特的特征。遗憾的是,尽管战略投资对高质量发展具有重要作用,尚未有文献深入探讨国有企业战略投资薪酬设计的特征和有效性,本文尝试弥补这一空白。

(二) 研究假设

为了实现高质量发展的目标,国有企业研发、收购等战略投资活动已成为重要的考核指标^[16]。由于国有企业已经具备绩效型薪酬的特征^[14],当 CEO 进行了高水平的战略投资,国有企业在薪酬设计时很可能会强化薪酬与绩效的关系,使 CEO

对战略投资负责。但考虑到国有企业中交织着两种不同的治理模式,本文提出,战略投资在不同绩效状态下所引发的薪酬变动并非是同幅度的。也就是说,国有企业战略投资对 CEO 薪酬绩效敏感性的影响可能呈现出非对称的特征。

当战略投资导致国有企业绩效上升时,CEO 的薪酬奖励存在“封顶”的限制,并不能实现成比例增长。国有企业的收入分配关乎社会公平正义。为了维护社会公平、缩小薪酬差距,政府聚焦于维护“实质公平”的规制手段,对国有企业高管进行薪酬管制^[17]。比如,政府在 2002 年就要求央企高管的平均薪酬不能超过员工平均薪酬的 12 倍^[18],此后又接连颁布“限薪令”,形成了对高管薪酬增长的刚性限制。如果战略投资后绩效上升,根据绩效上升的幅度不断增加对 CEO 的薪酬奖励,势必不断拉大薪酬差距,降低公众的公平感知,进而损害国有企业社会目标的实现。因此,出于维护公平、和谐的收入分配格局的考虑,国有企业会限制 CEO 因“有效”战略投资而获得的薪酬奖励。而从国有企业 CEO 个体的角度来看,其最大化薪酬的动机相对较弱。国有企业 CEO 通常由政府任命,往往仅在国有企业和政府部门间流动,具有“准官员”的身份特征^[19]。出于政治动机以及政治规范的考量,国有企业 CEO 并不愿意自身薪酬过度增长^[20]。研究发现,由于薪酬增长会与贪婪、好大喜功、攫取经济利益等负面形象挂钩,国有企业高管政治级别越高,其货币薪酬反而越低^[21],反映出国有企业高管在薪酬增长上面临的压力。因此,当国有企业 CEO 进行了“有效”的战略投资,国有企业 CEO 并不会过度诉求薪酬奖励,而是致力于将自身薪酬及其增长幅度控制在社会可接受的范围内,进而降低了国有企业对其薪酬奖励的强度。

相反,当战略投资导致绩效下降时,国有企业对 CEO 的薪酬惩罚可能会很严重。由于国有资产属于全民所有,国有资产的损失将引发诸多严重后果,如给国有企业带来外部压力和声誉损失,危及政府的公信力和权威等^[22]。因此,在国有控股股东和 CEO 的委托代理关系中,国有股东可能并

不像传统委托人那样是风险中立的,而是极其厌恶国有企资产损失风险的^[23]。国有企业倾向于对造成国有资产损失的行为进行严厉惩罚,一方面形成对高管行为的约束和威慑,另一方面作为信号表明其对国有资产损失的低容忍,维护其合法性和声誉。为此,国有企业中设置了严格的问责制度,比如 2016 年颁布的《关于建立国有企业违规经营投资责任追究制度的意见》规定,若国有企业高管投资决策造成国有资产流失,按照国有资产损失的严重程度,最高扣减认定年度全部的绩效年薪和任期激励收入。所以,当战略投资导致绩效下降时,由于战略投资相比其他因素(如竞争加剧、运气)具有更高的可观察性和认知显著性^[3],CEO 难以逃避战略决策致使绩效下降的责任。基于国有企业中严格的问责制度,国有企业必将问责战略投资的主要决策者,即国有企业 CEO,并反映在对其的薪酬核算中,且战略投资导致的绩效下降越多,CEO 面临的薪酬惩罚会越严重。因此,本文认为,国有企业基于战略投资的 CEO 薪酬设计可能存在重约束、轻激励的非对称特征。

基于以上分析,本文提出如下假设:

H1:国有企业战略投资对 CEO 薪酬绩效敏感性的影响具有非对称性,与绩效上升时相比,绩效下降时国有企业战略投资对 CEO 薪酬绩效敏感性的影响更强。

二、研究设计

(一)样本选择

本文以 2007 年—2021 年中国 A 股上市国有企业为样本,主要数据来自于 CSMAR 数据库和中国分省份市场化指数数据库。样本筛选过程如下:①删除非正常交易(ST、PT 以及暂停上市)的国有企业样本;②删除属于金融行业的国有企业样本;③删除资产负债大于 1 的样本;④删除 CEO 任期不足 1 年和主要变量缺失的样本。为缓解极端值的影响,本文对连续变量进行了 1% 的缩尾处理。最终参与回归的国有企业观测值为 8 234 个。本文按照同样的样本筛选方式得到了民营企业的观测值,在后续进一步分析中使用。

(二)变量测量

1. 被解释变量

参考胡楠等^[24]的研究,本文使用国泰安数据库中 CEO 报告期报酬总额衡量 CEO 薪酬(*CEOpay*),并将其对数化处理。

2. 解释变量

参考 Greve^[25]和王菁等^[26]的研究,本文采用实际绩效与期望绩效之间的差距衡量正面绩效(*PosPerform*)与负面绩效(*NegPerform*)。实际绩效 *P* 以资产回报率(*ROA*)衡量,期望绩效 *A* 以历史和行业期望绩效的线性组合衡量。首先,计算期望绩效。定义为 $A_{i,t} = aHA_{i,t} + (1 - a)SA_{i,t}$ 。其中, $HA_{i,t}$ 为 *i* 企业第 *t* 年的历史期望绩效,采用 *t* - 1 年的资产回报率衡量; $SA_{i,t}$ 为 *i* 企业第 *t* 年的行业期望绩效,采用行业内除企业 *i* 外其他企业资产回报率的均值衡量。本文汇报了 $a = 0.3$ 的结果,并在稳健性检验中采用其他取值进行验证。随后,计算 *PosPerform* 与 *NegPerform* 的大小。当 $P - A > 0$ 时,代表绩效上升,将 *PosPerform* 赋值为 $P - A$,否则为 0;当 $P - A < 0$ 时,代表绩效下降,将 *NegPerform* 赋值为 $P - A$,否则为 0。

战略投资(*SI*)包含了企业的研发、收购和资本支出^[3,27],参考 Sanders 等^[27]的研究,将其加 1 对数化处理来衡量企业的战略投资强度。

3. 调节变量

对于区域层面的政府干预(*Gov*),使用樊纲指数给出的市场化分指数中“减少政府对企业的干预”衡量,该数值越大表明政府干预程度越低。对于控制链长度(*Layer*),参考刘慧龙^[28]的研究,以最终控制人与企业之间最长控制链条中包含的企业个数来衡量。

4. 控制变量

企业层面的控制变量包括:企业规模(*Size*)、资产负债率(*Lev*)、成长性(*Growth*)、账面市值比(*BM*)、股票收益率(*SR*)、现金比率(*Cash*)、董事会规模(*Board*)、独立董事比例(*Indep*)、第一大股东持股比例(*Top1*)和国有企业层级(*Level*)。CEO 层面的控制变量包括:CEO 任期(*Tenure*)、两职合一(*Both*)和 CEO 持股比例(*Share*)。变量定义如表 1 所示。

表 1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	CEO 薪酬	<i>CEOpay</i>	CEO 薪酬取对数
	企业绩效	<i>Perform</i>	财务绩效,使用 ROA 衡量
	正面绩效	<i>PosPerform</i>	实际绩效与期望绩效之差大于 0,赋此差值为正面绩效,否则为 0。
	负面绩效	<i>NegPerform</i>	实际绩效与期望绩效之差小于 0,赋此差值为负面绩效,否则为 0。
解释变量	战略投资	<i>SI</i>	研发、收购和资本支出之和加 1 取对数
	政府干预减少	<i>Gov</i>	市场化分指数中的减少政府对企业的干预
调节变量	控制链长度	<i>Layer</i>	最终控制人与企业之间最长控制链条中包含的企业个数
	企业规模	<i>Size</i>	总资产取对数
控制变量	财务杠杆	<i>Lev</i>	总负债/总资产
	企业成长性	<i>Growth</i>	营业收入增长率
	账面市值比	<i>BM</i>	账面价值/总市值
	股票收益率	<i>SR</i>	年个股回报率
	现金流比率	<i>Cashflow</i>	经营活动产生的现金流量净额除以总资产
	董事会规模	<i>Board</i>	董事会人数取对数
	独立董事比例	<i>Indep</i>	独立董事除以董事人数
	第一大股东持股比例	<i>Top1</i>	第一大股东持股数量/总股数
	国有企业层级	<i>Level</i>	市=1,省=2,国家=3
	CEO 任期	<i>Tenure</i>	CEO 任期取对数
	CEO 持股比例	<i>Share</i>	CEO 持股数量/总股数

(三)模型设定

参考 Shi 等^[3]的研究,本文使用了 CEO-企业关系对的固定效应模型,将 CEO 薪酬和绩效设置为同一期来表现薪酬对绩效变动的反应程度,将战略投资和控制变量设置为滞后一期以缓解逆向因果。具体回归模型如下:

$$CEOpay_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 PosPerform_{i,t+1} + \beta_2 NegPerform_{i,t+1} + \beta_3 SI_{i,t} + \beta_4 PosPerform_{i,t+1} \times SI_{i,t} + \beta_5 NegPerform_{i,t+1} \times SI_{i,t} + \beta_6 Controls_{i,t} + \sum year_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

式(1)中,*CEOpay_{i,t+1}*为国有企业 CEO 的薪酬;*PosPerform_{i,t+1}*为企业的正面绩效;*NegPerform_{i,t+1}*为企业的负面绩效;*SI_{i,t}*为战略投资;*Controls_{i,t}*为控制变量;*Year_t*为年份固定效应;*ε_{i,t}*为误差项。

三、实证分析

(一)描述性统计

表 2 为本文主要变量的描述性统计。国有企业 CEO 薪酬的最小值为 10.463,最大值为 15.491。正面绩效的最小值为 0,最大值为 0.117。负面绩效的

最小值为 -0.190,最大值为 0。国有企业战略投资的最小值为 13.326,最大值为 23.266,标准差为 1.911,说明不同国有企业的战略投资强度存在明显差异。

表 2 变量描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
<i>CEOpay</i>	8 234	13.335	0.746	10.463	15.491
<i>Perform</i>	8 234	0.034	0.049	-0.275	0.196
<i>PosPerform</i>	8 234	0.013	0.023	0.000	0.117
<i>NegPerform</i>	8 234	-0.014	0.027	-0.190	0.000
<i>SI</i>	8 234	19.286	1.911	13.326	23.266
<i>Gov</i>	7 629 ^①	5.366	3.005	-4.164	12.754
<i>Layer</i>	8 234	2.848	1.099	1.000	14.000
<i>Size</i>	8 234	22.556	1.341	19.624	26.027
<i>Lev</i>	8 234	0.497	0.195	0.016	0.985
<i>Growth</i>	8 234	0.155	0.374	-0.589	2.625
<i>BM</i>	8 234	1.373	1.454	0.018	24.479
<i>SR</i>	8 234	0.231	0.766	-0.853	8.499
<i>Cashflow</i>	8 234	0.050	0.071	-0.177	0.247
<i>Board</i>	8 234	2.215	0.194	1.099	2.890
<i>Indep</i>	8 234	0.367	0.055	0.000	0.750
<i>Top1</i>	8 234	0.393	0.151	0.088	0.747
<i>Level</i>	8 234	1.837	0.870	0.000	3.000
<i>Both</i>	8 234	0.080	0.271	0.000	1.000
<i>Tenure</i>	8 234	1.343	0.597	0.000	3.012
<i>Share</i>	8 234	0.002	0.013	0.000	0.285

(二)国有企业战略投资的薪酬设计

表 3 列(1)是仅加入企业绩效(*Perform*)与控制变量的基础模型。结果显示,*Perform*在 1%的水平上显著为正,说明与现有研究一致,随着市场化改革的推进,国有企业 CEO 薪酬与绩效之间已具备敏感性。列(2)在列(1)的基础上加入了战略投资(*SI*)及其与绩效的交乘项(*Perform*×*SI*)。结果显示,*Perform*×*SI*在 1%的水平上显著为正,表明国有企业将战略投资纳入到了 CEO 的薪酬设计中,通过增强 CEO 薪酬绩效敏感性使其对战略投资活动负责。但是,这并不意味着战略投资在不同绩效状态下所引发的薪酬变动是同幅度的。

为了验证本文的假设,本文将企业绩效划分为绩效上升和绩效下降两个状态,将正面绩效(*PosPerform*)、负面绩效(*NegPerform*),以及它们与战略投资的交乘项(*PosPerform*×*SI*、*NegPerform*×*SI*)放入列(3)中。列(3)的回归结果显示,*PosPerform*×

① 由于中国分省份市场化指数数据库更新至 2019 年,因此政府干预减少(*Gov*)的数据区间为 2007—2019 年。

表 3 国有企业战略投资的薪酬设计

变量	(1)	(2)	(3)
	CEOpay	CEOpay	CEOpay
<i>Perform</i>	1.680 *** (0.132)	-3.243 *** (1.114)	-
<i>SI</i>	-	0.005 (0.005)	0.020 *** (0.006)
<i>Perform × SI</i>	-	0.262 *** (0.060)	-
<i>PosPerform</i>	-	-	1.051 (2.196)
<i>NegPerform</i>	-	-	-7.186 *** (1.797)
<i>PosPerform × SI</i>	-	-	0.014 (0.117)
<i>NegPerform × SI</i>	-	-	0.453 *** (0.096)
<i>Size</i>	0.131 *** (0.020)	0.110 *** (0.021)	0.110 *** (0.021)
<i>Lev</i>	-0.145 ** (0.064)	-0.130 ** (0.064)	-0.186 *** (0.066)
<i>Growth</i>	0.037 *** (0.009)	0.032 *** (0.009)	0.039 *** (0.009)
<i>BM</i>	-0.033 *** (0.006)	-0.029 *** (0.006)	-0.034 *** (0.007)
<i>SR</i>	0.010 (0.010)	0.009 (0.010)	0.016 (0.010)
<i>Cashflow</i>	0.199 *** (0.068)	0.191 *** (0.068)	0.261 *** (0.069)
<i>Board</i>	0.133 ** (0.056)	0.130 ** (0.056)	0.130 ** (0.056)
<i>Indep</i>	-0.015 (0.143)	-0.026 (0.143)	-0.014 (0.144)
<i>Top1</i>	-0.229 ** (0.101)	-0.236 ** (0.101)	-0.215 ** (0.103)
<i>Level</i>	-0.010 (0.023)	-0.010 (0.023)	-0.012 (0.023)
<i>Both</i>	-0.033 (0.032)	-0.040 (0.032)	-0.031 (0.032)
<i>Intenure</i>	0.015 (0.016)	0.012 (0.016)	0.012 (0.016)
<i>CEOshare</i>	0.994 (2.707)	1.338 (2.714)	3.114 (2.636)
常数项	10.212 *** (0.457)	10.607 *** (0.460)	10.387 *** (0.464)
年份固定效应	控制	控制	控制
CEO - 企业固定效应	控制	控制	控制
观测值	8 234	8 234	8 234
调整 R^2	0.855	0.855	0.853

注：***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平，括号内是稳健标准误。下同。

SI 并不显著，而 $NegPerform \times SI$ 在 1% 的水平上显著为正， $NegPerform \times SI$ 的系数大于 $PosPerform \times SI$ 的系数，并且 T 检验的结果显示 $PosPerform \times SI$ 与 $NegPerform \times SI$ 存在显著差异 ($F = 6.58, P =$

0.0103)。以上结果说明，战略投资能显著增强国有企业 CEO 薪酬对负面绩效敏感性，但不能显著增强对正面绩效的敏感性；与绩效上升时相比，绩效下降时战略投资对 CEO 薪酬绩效敏感性的影响更强，表明国有企业针对战略投资的 CEO 薪酬设计呈现出重约束、轻激励的特征。假设 1 得到了验证。

(三) 稳健性检验

1. 内生性检验

本文使用工具变量 2SLS 方法缓解内生性问题的干扰，将战略投资及其与绩效的交乘项作为内生变量，选取了国有企业当年是否在高新技术企业资质认定期 (*High-tech*) 和上一年同行业企业的总资产净利润率 (*HROA*) 为工具变量。研究发现，获得高技术资质认定的企业进行了更多创新投入、资本支出等战略投资活动^[29]，因而满足工具变量相关性要求；是否处于高新技术企业资质认定期与 CEO 薪酬并不存在直接关联，满足工具变量排他性要求。上一年较高的行业总资产净利润率预示着行业具有良好的发展前景，企业战略投资活动会显著增加^[30]，因而满足工具变量相关性要求；上一年行业内其他企业的盈利情况与 CEO 薪酬不直接相关，满足工具变量排他性要求。

回归结果显示，所有模型 Cragg - Donald 和 Kleibergen Paaprk 的 *Wald F* 统计量均大于 Stock - Yogo 检验 10% 的经验阈值，拒绝了存在弱工具变量的原假设。表 4 第二阶段结果显示：列 (1) 中 $Perform \times SI$ 在 5% 的水平上显著为正；列 (2) 中 $PosPerform \times SI$ 并不显著 ($p > 0.1$)， $NegPerform \times SI$ 在 1% 的水平上显著为正，T 检验的结果 ($F = 8.16, P = 0.0043$) 在 1% 的水平上表明两者存在显著差异，说明在考虑了内生性问题后，本文的结果仍具有稳健性。

2. 稳健性检验

本文进行了如下稳健性检验。①解释变量的替代测量。参考王垒等^[31]的研究，本文调整了期望绩效的权重系数 ($a = 0, 0.5, 0.7, 1$)，据此重新计算正面绩效与负面绩效。②被解释变量的替代

测量。首先,参考方军雄^[32]的研究,本文采用 CEO 薪酬的变化作为被解释变量的替代测量;其次,CEO 薪酬可能受到行业因素的影响,本文根据行业内其他 CEO 薪酬的平均水平对 CEO 薪酬进行调整。③分样本回归。本文按绩效上升与绩效下降对主假设进行分样本回归,并使用自助法(Bootstrap)进行分组差异检验。④模型替换。本文进一步将固定效应的维度替换为企业固定效应和 CEO 固定效应。以上稳健性检验的结果均与原文研究结论一致。

表 4 内生性检验

变量	(1)	(2)
	CEOpay	CEOpay
Perform	-10.621 * (6.216)	—
SI	0.046 (0.053)	0.163 *** (0.061)
Perform × SI	0.653 ** (0.331)	—
PosPerform	—	11.621 (9.452)
NegPerform	—	-33.347 *** (11.134)
PosPerform × SI	—	-0.535 (0.498)
NegPerform × SI	—	1.834 *** (0.591)
控制变量	控制	控制
年份固定效应	控制	控制
CEO - 企业固定效应	控制	控制
观测值	8 234	8 234
R ²	0.036	-0.078

四、进一步分析

(一) 民营企业战略投资的薪酬设计

在中国经济转向高质量发展的背景下,民营企业的发展同样需要战略投资作支撑。但是,民营企业与国有企业在经营目标、外部环境、公司治理等方面存在显著差异^[33]。首先,中国民营企业是以市场力量为依托发展起来的,可以自主制定薪酬契约;其次,民营企业面临的外部环境更为严峻^[34],为了鼓励 CEO 承担风险,往往需要引入更高的激励方案;最后,民营企业 CEO“经济人”的身份更加明晰,面临的经理人市场也不存在显著的流动障碍^[35]。为了保留人才,民营企业需要为其

提供具有竞争力的薪酬。那么,民营企业战略投资的薪酬设计又会呈现出何种特征?

本文选择民营企业样本对该问题进行了探究,变量设置^②和模型设定与国有企业样本保持一致。回归结果如表 5 所示:列(1)中,Perform × SI 在 10% 的水平下显著为正,说明战略投资同样是民营企业薪酬设计的重要考虑因素;列(2)中,PosPerform × SI 系数为 0.284,在 1% 的水平上显著为正,NegPerform × SI 系数为 0.04,并不显著,T 检验的结果显示 PosPerform × SI 与 NegPerform × SI 存在显著差异($F = 2.96, P = 0.0854$)。这意味着,与绩效下降时相比,绩效上升时民营企业战略投资对 CEO 薪酬绩效敏感性的影响更强。因此,与国有企业相反,民营企业战略投资的薪酬设计呈现出重激励、轻约束的特征。中国民营企业一向是市场经济中极具活力的组成部分,该结果表明民营企业为了促进战略投资,在货币薪酬上对 CEO 进行了补偿性激励。

表 5 民营企业战略投资的薪酬设计

变量	(1)	(2)
	CEOpay	CEOpay
Perform	-0.593 (0.930)	—
SI	-0.000 (0.005)	0.000 (0.005)
Perform × SI	0.086 * (0.050)	—
PosPerform	—	-3.789 ** (1.835)
NegPerform	—	-0.138 (1.478)
PosPerform × SI	—	0.284 *** (0.098)
NegPerform × SI	—	0.040 (0.079)
控制变量	控制	控制
年份固定效应	控制	控制
CEO - 企业固定效应	控制	控制
观测值	12 837	12 837
调整 R ²	0.869	0.868

(二) 国有企业与民营企业战略投资对比

薪酬设计作为企业的核心管理制度,对企业经营活力有着重要影响^[28]。据此,本文预测,在截

② 由于控制变量中国有企业层级(Level)并不适用于民营企业,故将其在民营企业的模型中剔除。

然相反的薪酬设计模式下,国有企业的战略投资水平很可能会低于民营企业。为了验证这一猜想,本文选择全部国有企业和民营企业的样本,引入战略投资(*SI*)作为被解释变量,产权性质(*SOE* = 1,国有企业;*SOE* = 0,民营企业)作为解释变量。回归结果如表 6 所示;列(1)中加入了企业层面的控制变量,结果显示 *SOE* 在 1% 的水平上显著为负;列(2)在列(1)的基础上加入了 CEO 层面的控制变量,结果同样显示 *SOE* 在 1% 的水平上显著为负,说明相比于民营企业,国有企业更少地进行战略投资。这意味着,尽管国有企业具有资源优势,但不恰当的薪酬设计很可能阻碍了国有企业进行战略投资。

表 6 国有企业与民营企业战略投资对比

变量	(1)	(2)
	<i>SI</i>	<i>SI</i>
<i>SOE</i>	-0.272 *** (0.097)	-0.277 *** (0.098)
企业层面控制变量	控制	控制
CEO 层面控制变量	未控制	控制
年份固定效应	控制	控制
企业固定效应	控制	控制
观测值	21 071	21 071
调整 <i>R</i> ²	0.777	0.777

五、异质性分析

基于主效应的分析可以发现,国有企业战略投资薪酬设计的主要问题在于,受行政治理模式的影响,国有企业对于 CEO 进行“有效”战略投资的激励不足。因此,本文预测,政府干预减少可以使国有企业经营管理更加市场化,并引发国有企业对战略投资进行激励的薪酬设计。为此,本文选取了区域和企业两个层面反映政府影响力的变量对机制进行验证。

(一) 政府干预的异质性分析

各地区政府干预的程度是影响国有企业薪酬设计的重要外部制度环境。首先,在政府干预程度较低的地区,国有企业的市场属性更强,需要其自主经营、自负盈亏,面临的薪酬管制程度也会随之降低^[15]。其次,在政府干预程度较低的地区,政府干预管理者选聘、晋升和考核的程度较低,能够降低管理者面临的政治压力和“政治身份迎

合”的倾向^[36],使 CEO 有动机争取薪酬奖励。所以本文预测,在政府干预程度较低的地区,国有企业战略投资能够增加 CEO 薪酬对正面绩效的敏感性。

表 7 列(1)的结果显示,政府干预的减少与战略投资和正面绩效的交互项($PosPerform \times SI \times Gov$)在 10% 的水平上显著为正。列(2)、列(3)进一步按政府干预程度的均值进行高低分组。列(2)低政府干预组 $PosPerform \times SI$ 的系数在 10% 的水平上显著为正;列(3)高政府干预组 $PosPerform \times SI$ 的系数并不显著,表明在低政府干预的地区,战略投资能够增加 CEO 薪酬对正面绩效的敏感性,但在高政府干预地区,战略投资并不能显著增加 CEO 薪酬对正面绩效的敏感性。上述结果说明,政府干预的减少有助于引发国有企业对 CEO“有效”战略投资行为进行激励的薪酬设计。

(二) 国有企业控制链长度的异质性分析

由股权控制链构成的金字塔层级是减少政府干预的一种组织制度安排^[37]。首先,较长的控制链能够隔离国有控股股东的干预,有助于实现政企分离,缓解国有企业受到的薪酬管制;其次,在较长的控制链中,国有企业高管通常不作为政府官员进行管理,对高管的评估主要由国有企业内部进行,能使国有企业对 CEO 的激励机制设计更加市场导向^[13]。所以,本文预测,当国有企业的控制链较长时,国有企业战略投资能够增加 CEO 薪酬对正面绩效的敏感性。

表 7 列(4)显示,控制链长度与战略投资和正面绩效的交互项($PosPerform \times SI \times layer$)在 1% 的水平上显著为正。列(5)、列(6)进一步按控制链长度的均值进行高低分组。列(5)长控制链组 $PosPerform \times SI$ 的系数在 5% 的水平上显著为正;列(6)短控制链组 $PosPerform \times SI$ 的系数并不显著,说明当国有企业控制链较长时,战略投资能够增加 CEO 薪酬对正面绩效的敏感性,但当国有企业控制链较短时,战略投资并不能显著增加 CEO 薪酬对正面绩效的敏感性。这意味着,控制链长度的增加也有助于国有企业针对战略投资的激励机制发挥作用。

表 7 异质性分析

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>CEOpay</i>	<i>CEOpay</i>	<i>CEOpay</i>	<i>CEOpay</i>	<i>CEOpay</i>	<i>CEOpay</i>
	全样本	低政府干预	高政府干预	全样本	长控制链	短控制链
<i>PosPerform</i> × <i>SI</i>	-0.520 (0.326)	0.276 * (0.163)	-0.316 (0.277)	-1.353 *** (0.384)	0.552 ** (0.242)	-0.143 (0.144)
<i>NegPerform</i> × <i>SI</i>	0.789 *** (0.166)	0.196 (0.181)	0.512 *** (0.129)	0.899 *** (0.268)	0.177 (0.183)	0.609 *** (0.117)
<i>PosPerform</i> × <i>SI</i> × <i>Gov</i>	0.084 * (0.045)	—	—	—	—	—
<i>PosPerform</i> × <i>SI</i> × <i>layer</i>	—	—	—	0.477 *** (0.128)	—	—
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
CEO - 企业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	7 629	3 349	3 965	8 234	2 407	5 470
调整 <i>R</i> ²	0.848	0.865	0.827	0.854	0.870	0.852

六、研究结论与政策启示

(一)研究结论

研究结果表明,国有企业针对战略投资的 CEO 薪酬设计出现了重约束、轻激励的特征。进一步分析发现,民营企业针对战略投资的 CEO 薪酬设计呈现出重激励、轻约束的特征。并且,与民营企业相比,国有企业出现了战略投资不足的现象。因此,这种重约束、轻激励的薪酬设计很可能阻碍了国有企业发挥资源优势进行战略投资。异质性分析表明,减少政府的干预、加长控制链能引发国有企业对 CEO“有效”战略投资行为进行激励的薪酬设计。

(二)政策启示

第一,国有企业战略投资重约束、轻激励的薪酬设计是急需关注和解决的问题。在合理的薪酬设计中,激励与约束应该相容且平衡。战略投资重约束、轻激励的薪酬设计容易使国有企业 CEO 产生“劳而无功”“多干多错,少干少错”的消极心态,进而阻碍国有企业进行战略投资。因此,国有企业应通过明晰的激励政策增强薪酬设计中的激励效应,并设立适当的容错机制,以构建激励与约束相平衡的战略投资薪酬设计模式。

第二,国有企业的薪酬设计应与当前高质量发展的目标相适应。为了在国内外市场上获得竞争优势,国有企业将战略投资提升到了战略高度。然而,作为战略投资重要支撑的薪酬设计似乎仍未摆脱行政指导的原则,难以助力高质量发展目

标。国有企业的市场化应该是经营与治理协同变迁的过程。伴随着市场化改革的深入,薪酬激励必将成为影响国有企业 CEO 工作积极性的重要因素。因此,为增强国有企业的发展动力,需要重视薪酬激励的作用,并设计与发展目标相匹配的薪酬契约。

第三,应积极推进国有企业放权式改革。本文发现通过减少政府的干预、加长控制链,能够引发国有企业对 CEO“有效”战略投资行为的激励。因此,应加快实现政企分离,减少对国有企业的行政干预,推动国有企业建立科学合理的激励约束机制,以提升国有企业战略投资的活力与效率,进而实现高质量发展的目标。

参考文献:

[1]HOSKISSON R E, HITT M A, JOHNSON R A, et al. Conflicting voices: the effects of institutional ownership heterogeneity and internal governance on corporate innovation strategies [J]. Academy of management journal, 2002, 45 (4): 697-716.

[2]MAZZUCATO M. From market fixing to market-creating: a new framework for innovation policy [J]. Industry and innovation, 2016, 23(2): 140-156.

[3]SHI W, CONNELLY B L, MACKEY J D, et al. Placing their bets: the influence of strategic investment on CEO pay-for-performance[J]. Strategic management journal, 2019, 40 (12): 2047-2077.

[4]李维安, 侯文淦, 柳志南. 国有企业金字塔层级与并购绩效:基于行政经济型治理视角的研究[J]. 经济管理, 2021, 43(9): 16-30.

- [5]刘慧龙,张敏,王亚平,等. 政治关联、薪酬激励与员工配置效率[J]. 经济研究, 2010, 45(9): 109-121,136.
- [6]YANG B, CULLINAN C P, LIU H. Analyst following and pay-performance sensitivity: evidence from China[J]. Applied economics, 2018, 50(37): 4040-4053.
- [7]黄凯. 期权定价理论的基本思路、方法及其在企业战略投资领域的应用[J]. 中国管理科学, 1998(2): 15-22.
- [8]姚铮. 基于期权原理的企业战略投资决策[J]. 南开管理评论, 2000(6): 57-59.
- [9]LORD R A, SAITO Y, NICHOLSON J R, et al. CEO compensation, portfolio holdings and strategic investments[J]. Journal of financial economic policy, 2019, 12(1): 137-160.
- [10]辛清泉,谭伟强. 市场化改革、企业业绩与国有企业经理薪酬[J]. 经济研究, 2009, 44(11): 68-81.
- [11]陈良银,黄俊,陈信元. 混合所有制改革提高了国有企业内部薪酬差距吗[J]. 南开管理评论, 2021, 24(5): 150-162.
- [12]常风林,周慧,岳希明. 国有企业高管“限薪令”有效性研究[J]. 经济学动态, 2017(3): 40-51.
- [13]XIN Q, BAO A, HU F. West meets east: understanding managerial incentives in Chinese SOEs[J]. China journal of accounting research, 2019, 12(2): 177-189.
- [14]姜付秀,朱冰,王运通. 国有企业的经理激励契约更不看重绩效吗? [J]. 管理世界, 2014(9): 143-159.
- [15]陈信元,陈冬华,万华林,等. 地区差异、薪酬管制与高管腐败[J]. 管理世界, 2009(11): 130-143,188.
- [16]张正堂,曹伟航. 国有企业管理层激励效应研究:演进与展望[J]. 经济管理, 2022, 44(9): 184-208.
- [17]楼秋然. 国企高管薪酬:个性特征、中国问题与规制路径[J]. 证券市场导报, 2020(6): 2-11.
- [18]谢德仁,林乐,陈运森. 薪酬委员会独立性与更高的经理人报酬—业绩敏感度:基于薪酬辩护假说的分析和检验[J]. 管理世界, 2012(1): 121-140,188.
- [19]杨瑞龙,王元,聂辉华. “准官员”的晋升机制:来自中国央企的证据[J]. 管理世界, 2013(3): 23-33.
- [20]步丹璐,张晨宇,林腾. 晋升预期降低了国有企业薪酬差距吗? [J]. 会计研究, 2017(1): 82-88,96.
- [21]梁上坤. 行政级别对国企高管的激励与控制效应[D]. 南京:南京大学, 2013.
- [22]WANG N, WANG L, ZHANG L, et al. Tax shelters, reputational costs and CEO turnover: evidence from tax-violating enterprises in China[J]. Emerging markets finance and trade, 2021, 57(7): 1986-2005.
- [23]FOGEL K, MORCK R, YEUNG B. Big business stability and economic growth: is what's good for General Motors good for America? [J]. Journal of financial economics, 2008, 89(1): 83-108.
- [24]胡楠,王昊楠,邱芳娟. CEO 超额薪酬与竞争战略的匹配研究[J]. 经济管理, 2021, 43(10): 62-82.
- [25]GREVE H R. A behavioral theory of R&D expenditures and innovations: evidence from shipbuilding[J]. Academy of management journal, 2003, 46(6): 685-702.
- [26]王菁,程博,孙元欣. 期望绩效反馈效果对企业研发和慈善捐赠行为的影响[J]. 管理世界, 2014(8): 115-133.
- [27]SANDERS W M G, HAMBRICK D C. Swinging for the fences: the effects of CEO stock options on company risk taking and performance[J]. Academy of management journal, 2007, 50(5): 1055-1078.
- [28]刘慧龙. 控制链长度与公司高管薪酬契约[J]. 管理世界, 2017(3): 95-112.
- [29]邱洋冬,陶锋. 选择性产业政策提升了企业风险承担水平吗:基于高新技术企业资质认定的证据[J]. 经济科学, 2020(1): 46-58.
- [30]KADAN O, MADUREIRA L, WANG R, et al. Analysts' industry expertise[J]. Journal of accounting and Economics, 2012, 54(2-3): 95-120.
- [31]王垒,曲晶,赵忠超,等. 组织绩效期望差距与异质机构投资者行为选择:双重委托代理视角[J]. 管理世界, 2020, 36(7): 132-153.
- [32]方军雄. 高管权力与企业薪酬变动的非对称性[J]. 经济研究, 2011, 46(4): 107-120.
- [33]陈孝勇,惠晓峰. 创业投资的治理作用:基于高管薪酬契约设计视角的实证研究[J]. 南开管理评论, 2015, 18(2): 126-135.
- [34]陆正飞,王雄元,张鹏. 国有企业支付了更高的职工工资吗? [J]. 经济研究, 2012, 47(3): 28-39.
- [35]陈诗婷,洪剑峭. 我国民企高管薪酬存在业绩参照吗:基于经理人市场解释的实证分析[J]. 经济理论与经济管理, 2021, 41(4): 68-82.
- [36]卜君,孙光国. 国资监管职能转变与央企高管薪酬业绩敏感性[J]. 经济管理, 2021, 43(6): 117-135.
- [37]周静,辛清泉. 金字塔层级降低了国有企业的政治成本吗:基于经理激励视角的研究[J]. 财经研究, 2017, 43(1): 29-40.

(本文责编:默 黎)