

薪酬-职务倒挂是否具有 “黑色嫉妒”效应？

——基于国有企业薪酬激励对企业行为的影响研究*

于李胜 李文涛 王艳艳 王 迪

(厦门大学管理学院 361005)

【摘要】合理的薪酬契约是管理层激励的重要机制之一。本文以2007-2016年A股国有企业为样本,研究薪酬激励中薪酬-职务倒挂安排对企业投资行为和社会责任行为的影响。结果表明,由于我国A股国有企业的隐性激励机制的存在,薪酬-职务倒挂并未导致“黑色嫉妒”效应,虽然薪酬-职务倒挂短期内抑制了企业投资水平,但降低的部分主要来自于抑制企业过度投资;同时,薪酬-职务倒挂企业会通过提供就业岗位的形式承担更多的社会责任。进一步研究表明:(1)薪酬-职务倒挂对投资水平的抑制主要存在于地方国企;(2)当CEO任期较短时,薪酬-职务倒挂的企业增加投资的意愿较弱。本文结论为国有企业制定合理的薪酬契约提供了一定的借鉴意义。

【关键词】薪酬-职务倒挂; 企业投资; 社会责任

一、引言

合理的薪酬契约是激励管理层履行自身职能、维护企业高效有序运行的重要保障。一般而言,对于不同层级的企业高管,随着行政层级的提高,其薪酬水平也相应提高(Rosen, 1986),而CEO作为企业最高行政人员,理应获得最高的薪酬水平。但是,现实中部分国有企业却存在薪酬-职务倒挂现象:即CEO薪酬低于其他高管薪酬。鉴于薪酬激励是企业内部激励的重要机制之一,且现有文献多从正向薪酬激励的角度对其进行研究(如Main等,1993;Kale等,2009),而鲜有人研究管理层负向激励的后果。因此,本文基于薪酬-职务倒挂现象,研究其对企业投资行为和社会责任行为的影响。同时,随着我国国有企业改革的深入,作为现代企业制度的重要组成部分,国企负责人的薪酬制度改革也在逐步推进,本文相关研究旨在为国有企业薪酬改革提供借鉴意义。

薪酬-职务倒挂对企业投资的影响存在两种可能的理论解释。一方面,基于锦标赛理论(Lazear和Rosen,1981),合理的薪酬差距对管理层团队具有积极的激励作

用,然而薪酬-职务倒挂则意味着薪酬差距缩小(且变为负向薪酬差距),可能导致激励不足,从而降低企业投资水平。另一方面,基于社会比较理论(Festinger,1954),个人会将自我同他人对比以获得自我评价,比较的内容涵盖能力、观点、情绪、身体健康状况等(朱苏丽,2007),自然也包含薪酬。那么,当CEO薪酬低于其他高管薪酬时,CEO可能会产生“黑色嫉妒”心理,心情低落、排斥甚至敌对薪酬较高的其他高管,降低个人努力程度、阻碍团队合作,最终导致企业投资水平下降。从投资效率的角度,具体表现为过度投资的抑制或投资不足的增加。以往研究普遍认为,受政策性负担等因素的影响,国有企业普遍存在过度投资现象(唐雪松等,2010;白俊和连立帅,2014),若薪酬-职务倒挂通过抑制过度投资的形式降低了投资水平,则具有极为重要的意义。

然而,受特殊政绩考核模式的影响,国有企业高管并非仅仅关注薪酬,其还存在仕途晋升的隐性激励(杨瑞龙等,2013)。政治晋升能够提高其社会地位、获得更大的权力来进行在职消费或寻租。尽管企业绩效是晋升的重要指

* 作者感谢国家自然科学基金(71572163、71532012、71422008、71372074)、国家自然科学基金重大项目(71790601)、“国家万人计划”青年拔尖人才和校长基金创新团队项目(20720171003)的支持。通讯作者:王艳艳, yanyanwang@xmu.edu.cn。

标(周黎安,2007),但是刘青松和肖星(2015)的实证结果表明,国企高管晋升与业绩不相关,但与承担的社会责任正相关。因此,当国有企业CEO面临薪酬-职务倒挂导致的激励不足时,其可能对企业投资表现“不作为”,但仍有动机积极承担更多的社会责任,如提供更多的就业岗位。

基于A股2007-2016年国有企业数据,本文从企业投资和社会责任两个角度检验薪酬-职务倒挂对企业行为的影响。首先,本文发现,薪酬-职务倒挂能够显著降低企业投资水平,但降低的部分主要来自于国有企业的过度投资;同时,倒挂企业会提供更多的就业岗位以承担社会责任。进一步研究表明:(1)薪酬-职务倒挂对企业投资的影响主要体现在地方国有企业,即显著抑制地方国有企业的投资水平,且主要因为过度投资被抑制造成的;(2)当CEO任期较短时,薪酬-职务倒挂会降低激励程度,降低企业投资的意愿。

本文的研究贡献在于:首先,在理论方面,现有薪酬激励的相关研究大多以锦标赛理论或社会比较理论为基础,探究薪酬差距对第二层级管理层^①的影响(如Lazear和Rosen,1981;O'Reilly等,1988;张正堂,2008;周权雄和朱卫平,2010),但鲜有研究负向薪酬差距对高管激励的影响。本文发现上市公司存在薪酬-职务倒挂现象,并以此为契机研究其对企业投资和社会责任的影响,丰富了薪酬激励相关文献。其次,本文的研究有助于加深对中国特色制度背景下国有企业“双重”经营目标的理解与认识,以往研究普遍认为国有企业会牺牲利润目标来实现社会目标,如受政策性负担的影响,国有企业普遍存在过度投资现象(唐雪松等,2010;白俊和连立帅,2014),但本文研究发现,国有企业薪酬-职务倒挂不仅有效地缓解了过度投资现象,还通过提供就业岗位的形式承担更多的社会责任,这表明适当的薪酬激励契约可在实现利润目标的同时兼顾社会目标。最后,近年来政府高度关注国有企业薪酬改革问题,相继颁布了一系列政策并严格制定《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》,本文研究结论为国有企业制定合理的薪酬契约提供了一定的借鉴意义。

本文内容安排如下:第二部分为理论分析与假说发展;第三部分为研究设计;第四部分为实证结果分析;第五、六部分分别为进一步研究和稳健性检验;第七部分为结论与贡献。

二、理论分析与假说发展

基于高阶团队理论,高管团队在企业的经营管理活动中扮演着至关重要的角色(Hambrick和Mason,1984;

Waldman和Yammarino,1999)。因此,高管团队特征及结构如何影响企业决策,一直以来都是学术界关心的重要问题。其中,高管团队的薪酬契约如何安排,特别是如何针对不同高管团队成员制定不同的薪酬激励机制,使得高管团队的集体行为能够实现企业价值最大化,更是公司治理的核心问题之一。根据所承担的职责与拥有的权利不同,团队内的成员可以被划分为不同的行政层级(Lin等,2011;缪毅和胡奕明,2014),一般来说,CEO作为企业的核心领导者,居于第一层级,而其他高管居于第二层级。而在高管团队中随着行政层级的提高,薪酬水平也相应提高(Rosen,1986;赵增耀,2002),因此团队成员间不可避免的会存在薪酬差异。CEO作为高管团队的核心领导者,更容易通过权力获得更高的薪酬(Bebchuk和Fried,2003;权小峰等,2010),CEO的薪酬理应高于其他高管。然而,在我国一些上市公司中(尤其是国有企业)出现了薪酬-职务倒挂现象,从而可能产生对CEO有效激励的潜在威胁。对于国有企业CEO而言,其激励机制中包含了“显性-隐性”的双重模式,一方面,国企CEO肩负着提升企业经济效益的企业家身份,而企业能否有效投资则直接影响了长期绩效;另一方面,国企CEO同时又兼任履行社会责任的准政府官员角色,社会责任的履行情况是影响其政治晋升的重要因素(刘青松和肖星,2015)。因此,激励机制可能同时影响其企业投资决策行为和社会责任行为,本文将从这两个视角分别考察薪酬-职务倒挂对激励效果的影响。

(一) 薪酬-职务倒挂与企业投资决策

无论对于较低层级的高管还是处于最高层级的CEO,薪酬-职务倒挂现象都会通过弱化薪酬激励等形式进一步削弱管理者进行投资的动机,从而降低企业的投资水平。一方面,基于锦标赛理论(Lazear和Rosen,1981),对低层级的高管而言,管理团队内的薪酬差距能够激励其出于晋升的目的付出更多努力,从而更加积极地参与投资活动、创造企业价值。现有研究表明,薪酬差距有助于促进企业投资(刘敏和冯丽娟,2015)、提高企业业绩(Main等,1993;Kale等,2009;周权雄和朱卫平,2010)。由此,当存在薪酬-职务倒挂现象时,低层级的其他高管预期自身晋升CEO后的薪酬水平与当前CEO类似,导致薪酬差距所带来的激励效用弱化,甚至产生负向的激励作用,削弱其寻求投资机会的主动性,降低了高管承担投资所带来的风险的意愿,从而降低企业的投资水平。

另一方面,从社会比较理论来看,薪酬差距可能影响

^① 缪毅和胡奕明(2014)将高管分为三个层级:第一层级为CEO、总裁或总经理;第二层级为副总裁、副总经理;第三层级为其他管理人员,包括财务总监、总工程师、董事会秘书等。本文为了研究方便,将CEO视为第一层级,其他高管视为第二层级。

管理层心理公平程度。不合理的薪酬差距会让高管认为自身受到不公平待遇而影响工作的效率与效果 (Akerlof 和 Yellen, 1990), 由此对企业绩效及员工投入产生抑制作用 (O'Reilly 等, 1988; 张正堂, 2008; Cohn 等, 2014)。尽管过去的研究多集中在高管之间以及高管与员工之间的薪酬差距, 但是, 由于 CEO 负责和领导整个公司经营, 基于身份认同、工作付出以及社会评价标准等考量, CEO 会认为自身薪酬应当高于其他高管成员。如果存在薪酬-职务倒挂, CEO 可能会产生“黑色嫉妒”^②心理, 认为自身遭到不公平的待遇, 产生抗拒和消极情绪, 拒绝与其他团队成员通力合作, 不愿参与或认同其他高管提出的投资项目, 最终导致企业投资水平随之下降。

因此, 无论从锦标赛理论或社会比较理论来看, 薪酬-职务倒挂都会削弱高管团队成员的投资意愿, 从而降低企业的投资水平。据此, 本文提出假说 1:

H1: 相比不存在薪酬-职务倒挂的企业, 倒挂企业的投资水平更低;

值得注意的是, 现有研究普遍认为, 受政策性负担等因素的影响, 国有企业普遍存在过度投资现象 (唐雪松等, 2010; 白俊和连立帅, 2014)。由于薪酬-职务倒挂, 所带来的投资水平下降, 对于投资效率可能产生两方面影响: 一方面, 如果企业此前存在过度投资现象, 薪酬激励弱化可能使管理团队的投資更加趋于理性, 降低过度投资水平, 从而产生积极影响; 另一方面, 如果企业原先投资水平合理, 那么激励机制的削弱可能导致企业的投资不足, 错失发展机会, 产生负面影响。因此, 本文进一步提出如下假说:

H1a: 相比不存在薪酬-职务倒挂的企业, 倒挂企业的过度投资程度更低;

H1b: 相比不存在薪酬-职务倒挂的企业, 倒挂企业的投资不足程度加剧;

(二) 薪酬-职务倒挂对企业社会责任的影响

不同于非国有企业, 国有企业高管具有“双重”身份: 即具有经济利益诉求的职业经理人和具有政治晋升诉求的类政府官员 (杨瑞龙等, 2013)。对于国有企业高管而言, 其政治晋升不仅包括经济绩效的考量 (周黎安, 2007), 也包括社会责任的履行 (刘青松和肖星, 2015)。当企业出现薪酬-职务倒挂现象时, 国有企业 CEO 的个人经济利益受损, 其对政治晋升的需求将会变得更加强烈 (Mobbs 和 Raheja, 2012), 因此有动机通过承担更多的社会责任以实现政治晋升目标, 特别是与地方政府关系密切

的就业保障、维护稳定等社会目标 (林毅夫等, 2004)。因此, 当国有企业出现 CEO 薪酬-职务倒挂时, CEO 更有动机积极承担更多的社会责任, 通过为当地政府承担更多就业岗位指标等形式, 争取政治地位提升机会, 进而通过地位和权力的提高, 来获得更高水平的在职消费或寻租, 补偿因薪酬激励下降所带来的损失。基于此, 本文发展假说 2:

H2: 相比不存在薪酬-职务倒挂的企业, 倒挂企业会通过提供更多就业岗位来承担社会责任。

三、研究设计

(一) 数据来源与样本选择

本文选择 2007-2016 年 A 股国有企业为样本, 研究 CEO 薪酬-职务倒挂对企业投资和社会责任的影响。主要因为: (1) 上市公司自 2007 年开始实施新的会计准则, 故以 2007 年为样本起始年度; (2) 民营企业对管理层有股权激励, 会干扰货币薪酬的研究, 而国有企业存在薪酬管制且股权激励较少; (3) 国有企业董事和监事有从股东单位或其他关联方领取薪酬的情况, 而在上市公司中象征性地领取薪酬 (甚至零薪酬), 不适合薪酬-职务倒挂现象的研究。本文数据基本来自 CSMAR 和 Wind 数据库, 产权性质来自 CCER 数据库。

本文样本选择情况如下: (1) 剔除当年 CEO 变更的观测值; (2) 剔除 CEO 领取零薪酬或薪酬数据缺失的观测值; (3) 剔除所有高管薪酬缺失的情况; (4) 剔除金融类企业; (5) 剔除 ST 或*ST; (6) 剔除数据缺失的情况。此外, 为尽可能保证干净的双重差分样本, 我们还剔除了以下情况: (1) 同一 CEO 仅有一条观测值; (2) CEO 任期内一直处于薪酬-职务倒挂的情况; (3) 由薪酬-职务倒挂变为非倒挂的情况; (4) 同一 CEO 在倒挂与非倒挂之间变化次数超过一次的情况。最终得到观测值 3237 个。同时对连续变量进行 1% 和 99% 分位的缩尾处理, 以消除极端值的影响。

(二) 模型设定与变量说明

1. 模型设定

对于各公司而言, 薪酬-职务倒挂的起始时间并不一致, 因此, 本文借鉴 Bertrand (2003) 的双重差分模型, 并在回归模型中同时控制年度和公司个体固定效应。H1、H1a 和 H1b 的具体模型如式 (1)。其中, 被解释变量表示投资水平 (INVEST)、过度投资 (OVER) 或投资不足 (UNDER), 解释变量为是否薪酬-职务倒挂 (TREAT); 控制变量包括企业规模 (SIZE)、资产负债率 (LEV)、营

^② Grolleau 等 (2006) 将嫉妒分为两类: (1) 白色嫉妒 (white envy) 是竞争性的, 嫉妒者由衷地羡慕被嫉妒者, 追赶上他人的地位; (2) 黑色嫉妒 (black envy) 是破坏性的, 它是指嫉妒者愿意付出代价, 拉低他人的地位。

业收入增长率 (GROWTH)、经营现金流 (CFO)、第一大股东持股比例 (TOP1)、是否两职合一 (DUAL)、董事会规模 (BOARDSIZE)。

$$Invest_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TREAT_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 GROWTH_{i,t} + \beta_5 CFO_{i,t} + \beta_6 TOP1_{i,t} + \beta_7 DUAL_{i,t} + \beta_8 BOARDSIZE_{i,t} + \sum Year + \sum Firm + \varepsilon_{i,t} \quad (I)$$

为检验假设 H2, 本文构建模型 (II)。其中, 被解释变量表示企业社会责任 (Exp_Staff), 解释变量为是否薪酬-职务倒挂 (TREAT); 控制变量包括企业规模 (SIZE)、资产负债率 (LEV)、营业收入增长率 (GROWTH)、第一大股东持股比例 (TOP1)、管理层持股比例 (MSHARE)、是否为中央国有企业 (CENTER)、上市年限的自然对数 (AGE)。

$$Exp_Staff_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TREAT_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 GROWTH_{i,t} + \beta_5 TOP1_{i,t} + \beta_6 MSHARE_{i,t} + \beta_7 CENTER_{i,t} + \beta_8 AGE_{i,t} + \sum Year + \sum Firm + \varepsilon_{i,t} \quad (II)$$

2. 薪酬-职务倒挂的衡量

本文对于薪酬-职务倒挂的定义为: CEO 薪酬是否高于所有其他高管的薪酬, 若高于, 则认为该公司不存在薪酬-职务倒挂现象, 否则认为存在。但以下三种情况的高管不在比较范围内: (1) 其他高管兼任董事长; (2) 当年度辞职的其他高管; (3) 当年度领取零薪酬的高管。具体而言, 在双重差分模型中, 若样本区间内由非倒挂变为倒挂, 则定义发生倒挂后的区间内 TREAT=1, 其他情况均取值为 0。

3. 投资水平和投资效率的衡量

参考 Richardson (2006) 和刘慧龙等 (2014) 的做法,

投资水平 INVEST= (资本支出+并购支出-出售长期资产收入-折旧) ÷总资产。将当期投资与滞后一期的变量 SIZE、LEV、GROWTH、CASH (现金及现金等价物/总资产)、AGE、RETURN (考虑现金红利再投资的年个股回报率) 以及 INVEST 进行回归, 同时控制年度和行业。若残差为正, 则定义为过度投资, 其余赋值为 0, 记为 OVER, OVER 越大, 过度投资程度越高; 若残差为负, 将残差的绝对值定义为投资不足, 其余赋值为 0, 记为 UNDER, UNDER 越大, 投资不足程度越高。

4. 社会责任的衡量

国有企业可以提供更多的就业岗位来承担社会责任。参考曾庆生和陈信元 (2006) 的做法, 本文通过回归模型计算残差作为国企提供的就业岗位水平。其中, EMPLOYEE 表示每万元营业收入的雇员数量, 与 SIZE、GROWTH、TANG (固定资产/总资产) 进行回归, 并控制行业 and 年度。将回归后的残差记为 Exp_Staff, 数值越大, 表示国有企业为社会提供的就业岗位越多。

四、薪酬-职务倒挂对企业投资和社会责任的影响

(一) 描述性统计与相关性分析

表 1 为各变量的描述性统计。其中, INVEST 均值为 0.030, 中值为 0.016, 说明大部分企业的投资水平相对较低; OVER 中值为 0, 而 UNDER 中值为 0.007, 说明超过一半的国企投资不足; Exp_Staff 的均值为 -0.012, 中值为 0.011; TREAT 的均值为 0.096, 说明有 9.6% 企业出现倒挂现象。此外, Pearson 相关性分析结果显示^③, 大部分变量之间相关系数较低, 说明共线性问题不严重。

表 1 描述性统计

	N	Mean	S. D.	Min	Median	Max
INVEST	3237	0.030	0.052	-0.069	0.016	0.229
OVER	3237	0.015	0.031	0.000	0.000	0.168
UNDER	3237	0.015	0.019	0.000	0.007	0.091
Exp_Staff	3237	-0.012	0.099	-0.320	0.011	0.151
TREAT	3237	0.096	0.295	0.000	0.000	1.000
SIZE	3237	22.318	1.282	19.910	22.146	26.435
LEV	3237	0.073	0.103	0.000	0.029	0.471
GROWTH	3237	0.146	0.323	-0.456	0.100	1.750
CFO	3237	0.050	0.075	-0.166	0.049	0.267
TOP1	3237	0.388	0.153	0.109	0.382	0.760

③ 由于篇幅限制, 未列示相关系数表格, 留存备案。

续表

	N	Mean	S. D.	Min	Median	Max
DUAL	3237	0.095	0.293	0.000	0.000	1.000
BOARDSIZE	3237	9.408	1.907	5.000	9.000	18.000
MSHARE	3237	0.003	0.015	0.000	0.000	0.130
CENTER	3237	0.293	0.455	0.000	0.000	1.000
AGE	3237	2.479	0.489	1.099	2.639	3.178

(二) 主要回归结果

表2报告了薪酬-职务倒挂对企业投资和社会责任的影响。列(1)中TREAT与INVEST在1%水平下显著负相关,说明薪酬-职务倒挂会抑制企业投资水平。列(2)中TREAT与OVER在1%水平下显著负相关,但列(3)中TREAT与UNDER不显著相关,说明相较于控制组,处理组在薪酬-职务倒挂后投资水平显著低于控制组,且过度投资的缓解程度显著优于控制组。这一结果表明薪酬-职务倒挂导致企业投资下降主要是抑制了企业过度投资,从

而表现为投资水平的下降。列(4)中,TREAT与Exp_Staff在10%水平下显著正相关,说明薪酬-职务倒挂的企业相较于控制组在倒挂后提供了更多的就业岗位。综上,薪酬-职务倒挂现象会弱化薪酬激励,并导致企业的投资水平降低,但其对国企投资的影响仅来自过度投资部分,这在一定程度上对国有企业普遍存在的过度投资现象起到了抑制作用。同时,薪酬-职务倒挂会增强CEO对政治晋升的需求,具体表现为倒挂CEO提供了更多的就业岗位,承担了更多的社会责任。

表2 薪酬-职务倒挂对企业投资和社会责任的影响

	(1)		(2)		(3)		(4)	
	INVEST		OVER		UNDER		Exp_Staff	
	系数	t值	系数	t值	系数	t值	系数	t值
Intercept	-0.261	-3.29***	-0.041	-0.77	0.068	2.06**	-0.475	-6.89***
TREAT	-0.008	-2.75***	-0.006	-3.28***	0.002	1.32	0.003	1.83*
SIZE	0.010	3.33***	0.002	0.72	-0.002	-1.78*	0.011	4.22***
LEV	0.133	6.14***	0.044	2.95***	-0.010	-1.22	0.022	1.30
GROWTH	0.007	1.93*	0.003	1.19	-0.000	-0.12	-0.006	-2.39**
TOP1	-0.027	-1.36	-0.016	-1.18	0.005	0.63	0.025	1.34
CFO	0.024	1.88*	0.018	2.01**	-0.012	-2.05**		
DUAL	0.007	1.54	0.002	0.73	-0.001	-0.52		
BOARDSIZE	0.001	0.50	0.000	0.65	-0.000	-0.84		
MSHARE							0.340	2.96***
CENTER							-0.017	-2.23**
AGE							0.003	0.54
Year FE	Yes		Yes		Yes		Yes	
Firm FE	Yes		Yes		Yes		Yes	
N	3237		3237		3237		3237	
Adj. R ²	0.363		0.101		0.122		0.917	

注:表格内为t统计量,***、**和*分别表示在1%、5%和10%显著性水平下显著,下同。

五、进一步研究

(一) 机制检验: 薪酬-职务倒挂对风险承担的影响

为研究薪酬-职务倒挂对企业投资的影响机制, 本文进一步探究倒挂对风险承担的影响。参考 Kini 和 Williams (2012), 本文采用研发投入强度 R&D (即研发投入/营业收入) 衡量企业风险承担水平, 回归结果如表 3 列 (1) 所示。其中, TREAT 与 R&D 在 10% 水平下显著负相关, 说明薪酬-职务倒挂会弱化薪酬激励, 导致企业风险承担水平下降, 表现为研发活动的投入减少。

入/营业收入) 衡量企业风险承担水平, 回归结果如表 3 列 (1) 所示。其中, TREAT 与 R&D 在 10% 水平下显著负相关, 说明薪酬-职务倒挂会弱化薪酬激励, 导致企业风险承担水平下降, 表现为研发活动的投入减少。

表 3 薪酬-职务倒挂对风险承担、业绩的影响

	(1)		(2)		(3)	
	R&D		ROA		ROE	
	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值
TREAT	-0.002	-1.79*	-0.006	-1.89*	-0.014	-1.80*
Controls	Yes		Yes		Yes	
Year FE	Yes		Yes		Yes	
Firm FE	Yes		Yes		Yes	
N	3181		3237		3237	
Adj. R ²	0.746		0.569		0.447	

(二) 经济后果: 薪酬-职务倒挂对企业业绩的影响

考虑到企业投资效果最终体现在企业业绩上, 因此, 本文进一步检验薪酬-职务倒挂对企业业绩的影响。本文选择 ROA (总资产收益率) 和 ROE (净资产收益率) 来度量企业业绩。结果如表 3 列 (2) - (3) 所示, TREAT 分别与 ROA、ROE 显著负相关, 即薪酬-职务倒挂企业的业绩更差。薪酬-职务倒挂虽然抑制了过度投资, 但是或许短期对业绩的提升作用还没有体现出来, 同时由于倒挂企业承担了更多的社会责任, 所以体现为短期内业绩的下降。

不显著相关; 列 (2)、(4)、(6) 为 CEO 任期较长时薪酬-职务倒挂对企业投资的影响, TREAT 与 INVEST、OVER、UNDER 均不显著相关。这些结果表明, 由于 CEO 任职初期进行企业投资的动机更强, 因此薪酬-职务倒挂会削弱薪酬激励, 进而导致企业投资水平下降, 其下降部分主要来自企业过度投资; 而任职后期 CEO 安于现状, 进行投资的动机较弱, 薪酬-职务倒挂导致的激励不足并不会影响企业的投资行为。同时, 我们也检验了 CEO 不同任期是否会影响薪酬-职务倒挂对社会责任的作用, 结果如列 (7) 和列 (8) 所示, TREAT 与 INVEST 在 1% 水平下显著负相关, 无论 CEO 任期长短, 薪酬-职务倒挂均能够促使企业提高更多的就业岗位, 承担更多的社会责任。

(三) 横截面检验

1. CEO 任期的影响

已有研究表明, CEO 任期会影响企业投资。长期任职的 CEO 会更加安于现状, 不愿意发起新的投资, 更加关注短期利益 (Mannix 和 Loewenstein, 1994), 具体表现如 CEO 任职后期会减少研发支出 (Dechow 和 Sloan, 1991)。因此, 相比处于任职后期的 CEO, 任职初期的 CEO 进行企业投资的动机更强, 同时薪酬激励不足对企业投资的抑制作用可能也更加明显。

2. 产权性质的影响

杨瑞龙等 (2013) 认为, 相比于地方国企, 中央国有企业主要承担经济责任, 其承担的政治和社会责任更少。而且, 中央国有企业与地方国有企业在薪酬契约、业绩考核等方面也存在一定的差异, 具体表现为, 相比于中央国有企业而言, 地方国企的薪酬明显更低, 薪酬管制更加严格 (陈信元等, 2009), 业绩考核除经济指标外, 还关注民主评议等非经济指标 (张洪辉和章琳一, 2015)。考虑到两者薪酬契约、业绩考核的差异, 我们预期薪酬-职务倒挂现象对中央国有企业和地方国企会造成不同的影响。

为了检验 CEO 不同任期的影响, 本文分行业年度按中值将 CEO 任期分为短、长两组, 结果如表 4 所示。其中, 列 (1)、(3)、(5) 为 CEO 任期较短时薪酬-职务倒挂对企业投资的影响, TREAT 与 INVEST 在 1% 水平下显著负相关, 与 OVER 在 1% 水平下显著负相关, 与 UNDER

表 4 CEO 任期的影响

	INVEST		OVER		UNDER		Exp_Staff									
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)								
	短期	长期	短期	长期	短期	长期	短期	长期								
	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值								
TREAT	-0.014	-2.84***	0.001	0.25	-0.011	-3.09***	-0.000	-0.12	0.002	1.06	-0.001	-0.44	0.005	1.69*	0.005	1.79*
Controls	Yes		Yes		Yes		Yes		Yes		Yes		Yes		Yes	
Year FE	Yes		Yes		Yes		Yes		Yes		Yes		Yes		Yes	
Firm FE	Yes		Yes		Yes		Yes		Yes		Yes		Yes		Yes	
N	1516		1721		1516		1721		1516		1721		1516		1721	
Adj. R ²	0.391		0.421		0.097		0.156		0.108		0.137		0.912		0.933	

基于此，本文分别针对中央国有企业和地方国有企业的子样本进行检验，回归结果见表 5。其中，列 (1)、(3)、(5) 为地方国有企业子样本回归结果，与主回归结果基本一致；列 (2)、(4)、(6) 为中央国有企业子样本回归结果，TREAT 仅与 OVER 在 10% 水平下显著负相关。该结果表明，地方国有企业的薪酬管制更严格，倒挂导致的激励削

弱更加严重；而中央国有企业的业绩考核更加看重经济指标（杨瑞龙等，2013），且其降职风险与业绩相关（刘青松和肖星，2015），即使薪酬激励不足，CEO 仍需努力保证经济指标任务，因此倒挂现象对企业投资的影响有限，仅抑制了其过度投资的倾向。关于产权性质是否会影薪酬-职务倒挂对社会责任的作用，未发现两者存在显著差异。

表 5 产权性质的影响

	INVEST		OVER		UNDER		Exp_Staff									
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)								
	地方	央企	地方	央企	地方	央企	地方	央企								
	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值								
TREAT	-0.009	-2.45**	-0.006	-1.13	-0.007	-2.65***	-0.006	-1.85*	0.003	1.39	-0.000	-0.02	0.003	1.15	0.005	1.51
Controls	Yes		Yes		Yes		Yes		Yes		Yes		Yes		Yes	
Year FE	Yes		Yes		Yes		Yes		Yes		Yes		Yes		Yes	
Firm FE	Yes		Yes		Yes		Yes		Yes		Yes		Yes		Yes	
N	2290		947		2290		947		2290		947		2290		947	
Adj. R ²	0.375		0.328		0.109		0.054		0.128		0.112		0.918		0.919	

六、稳健性检验

本文从以下几个方面进行了稳健性检验④:

首先，为了避免时间趋势导致处理组和控制组之间的差异，本文进行安慰剂检验以保证结果的效度。借鉴 Li 和 Zhang (2015) 的方法，本文将 TREAT 组向前推移两年并进行回归分析，未发现 TREAT 与 ININVEST、OVER、UN-

DER 和 Exp_Staff 显著相关。这进一步说明，企业减少投资和增加社会责任均为薪酬-职务倒挂所引起的。

其次，剔除 CEO 持股的子样本。如果 CEO 持有上市公司股票，那么其个人利益将不仅与薪酬挂钩，还可以通过股票分红等形式与企业业绩挂钩。为排除 CEO 持股的影响，本文在剔除了 CEO 持股的观测值后重新回归，结果基

④ 由于篇幅有限，未列示稳健性检验相关结果，留存备索。

本一致。

最后,为了更好地消除异方差的影响,本文同时对年度层面和公司层面进行双维聚类分析,结果与主检验基本保持一致。

七、结论与贡献

合理的薪酬契约是激励管理层履行自身职能、维护企业高效有序运行的重要保障。一般而言,CEO 作为企业最高行政官员,理应获得最高的薪酬水平,但本文发现存在企业 CEO 薪酬低于其他高管薪酬的情形。基于此,本文利用 2007-2016 年 A 股国有企业数据,探究薪酬-职务倒挂对企业投资和社会责任的影响。首先,本文发现倒挂会显著降低企业投资水平,但降低的部分主要来自企业过度投资;与此同时,倒挂企业会通过提供就业岗位的形式承担更多的社会责任。在进一步研究中,本文还发现:(1)倒挂对企业投资的影响主要体现在地方国有企业;(2)当任期较短时,倒挂企业 CEO 激励不足,其增加企业投资的意愿更低。

本文的研究贡献如下:首先,现有薪酬激励的相关研究鲜有研究负向薪酬差距对 CEO 激励不足的影响,本文发现上市公司存在薪酬-职务倒挂现象,并以此为契机研究 CEO 激励不足对企业投资和社会责任的影响,丰富了薪酬激励相关文献。其次,本文的研究有助于加深对中国特色制度背景下国有企业“双重”经营目标的理解与认识,本文研究发现,国企 CEO 薪酬-职务倒挂不仅有效地缓解了过度投资现象,并通过提供就业岗位的形式承担更多的社会责任,这表明适当的薪酬激励契约可在实现利润目标的同时兼顾社会目标。最后,近年来政府高度关注国有企业薪酬改革问题,相继颁布了一系列政策并严格制定相关业绩考核办法,本文研究结论为国企制定合理的薪酬契约提供了一定的借鉴意义。

主要参考文献

白俊,连立帅. 2014. 国企过度投资溯源: 政府干预抑

或管理层自利? 会计研究, 2: 41~48

陈信元,陈冬华,万华林,梁上坤. 2009. 地区差异、薪酬管制与高管腐败. 管理世界, 11: 130~143+188

刘慧龙,王成方,吴联生. 2014. 决策权配置、盈余管理与投资效率. 经济研究, 8: 93~106

刘青松,肖星. 2015. 败也业绩,成也业绩? ——国企高管变更的实证研究. 管理世界, 3: 151~163

唐雪松,周晓苏,马如静. 2010. 政府干预、GDP 增长与地方国企过度投资. 金融研究, 8: 33~48

王曾,符国群,黄丹阳,汪剑锋. 2000. 国有企业 CEO “政治晋升”与“在职消费”关系研究. 管理世界, 5: 157~171

杨瑞龙,王元,聂辉华. 2013. “准官员”的晋升机制: 来自中国央企的证据. 管理世界, 3: 23~33

曾庆生,陈信元. 2006. 国家控股、超额雇员与劳动力成本. 经济研究, 5: 74~86

张正堂. 2008. 企业内部薪酬差距对组织未来绩效影响的实证研究. 会计研究, 9: 81~87

Bebchuk, L. A., K. J. M. Cremers, U. C. Peyer. 2011. The CEO Pay Slice. *Journal of Financial Economics*, 102 (1): 199~221

Bertrand, M., S. Mullainathan. 2003. Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences. *Journal of Political Economy*, 111 (5): 1043~1075

Lazear, E. P., S. Rosen. 1981. Rank-order Tournaments as Optimum Labor Contracts. *Journal of Political Economy*, 89 (5): 841~864

O'Reilly, C. A., B. G. Main, G. S. Crystal. 1988. CEO Compensation as Tournament and Social Comparison: a Tale of Two Theories. *Administrative Science Quarterly*, 33 (2): 257~274

Richardson, S. 2006. Over-investment of Free Cash Flow. *Review of Accounting Studies*, 11 (2): 159~189

Rosen, S. 1986. Prizes and Incentives in Elimination Tournaments. *American Economic Review*, 76 (4): 701~715

Does Pay-Position Upside Down Influence Enterprises' Behavior?

——An Empirical Study Based on A Shares of State-owned Enterprises

Yu Lisheng et al.

Abstract: Reasonable management compensation plan is one of the important mechanisms to motivate managers. We find that in some listed firms CEO's compensation is lower than other manager's, which we refer to as "pay-position upside down" (PPUD). Using the sample of Chinese SOEs from 2007 to 2016, we find that investment of PPUD firms is lower than that of non-PPUD firms, while the PPUD firms provide more employment to fulfill social responsibilities. Moreover, evidence shows that (1) PPUD inhibits the investment of local SOEs, but for the central SOEs, PPUD only reduces excessive investment; (2) For short CEO tenure, PPUD leads to lower willingness to increase investment due to lack of incentives. Our results are a great help to executive compensation reforms in SOEs.

Key Words: Pay-Position Upside Down; Firm Investment; Social Responsibility