

CEO 超额薪酬与竞争战略的匹配研究*

胡楠 王昊楠 邱芳娟

(西安交通大学管理学院,陕西 西安 710054)



内容提要: 结合薪酬政策的权变理论和有效契约理论,本文以 2007—2016 年沪深 A 股上市公司为样本,采用基于 Word2Vec 方法构建的竞争战略文本指标,探讨竞争战略对 CEO 薪酬的影响,以及 CEO 超额薪酬与竞争战略的匹配对公司业绩的影响。研究发现:(1) 差异化战略下 CEO 货币薪酬总额、内外部薪酬差距和权益薪酬都显著更高;(2) 成本领先战略下 CEO 超额货币薪酬、差异化战略下 CEO 超额权益薪酬显著提升了业绩,此作用主要集中在国有企业、成熟期和衰退期的成本领先企业以及成熟期的差异化战略企业;(3) 企业内部资源和能力、外部环境威胁和 CEO 过度自信一定程度上解释了 CEO 超额薪酬与竞争战略匹配提升业绩的原因。本文利用更精准的战略度量方法从权变视角证实了 CEO 超额薪酬的有效性,为企业高层次管理人才薪酬的制定提供了证据支持。

关键词: CEO 超额薪酬 竞争战略 匹配 Word2Vec

中图分类号: F272.3 **文献标志码:** A **文章编号:** 1002—5766(2021)10—0062—21

一、引言

培育具有全球竞争力的世界一流企业,实行更加积极、开放、有效的人才政策是党的十九大对我国企业开展全球化战略布局提出的具体目标。通过合理有效的薪酬政策吸引和保留高级管理人才是实现此目标的关键。近年来,我国新推行了一系列职业经理人薪酬激励制度的改革举措^①,旨在充分激发经理人的管理潜能以增强企业内生增长动力。在此背景下,探讨如何实现薪酬与责任相比、激励与约束相统一,是推进企业经理人薪酬制度市场化改革、提高企业绩效的一道必答题。

战略人力资源管理理论指出,企业内部整体薪酬政策与组织战略的“匹配”关系是影响组织效能的关键因素,薪酬政策要依据环境和组织战略的变化而变化,和环境、战略不相配的薪酬设计损害绩效(Balkin 和 Gomez-Mejia, 1987^[1]; Balkin 和 Gomez-Mejia, 1990^[2])。此权变思想继而被应用于高管薪酬领域,以期探寻高管薪酬—业绩敏感性较低、激励失效的原因。例如, Rajagopalan 和 Finkelstein(1992)^[3] 提出战略导向和环境风险因素决定了经理人决策裁量权的程度,这会影响企业的监督成本和管理者风险承担,进而影响高管薪酬体系的设计。Chen 和 Jermias(2014)^[4] 发现,

收稿日期: 2021-05-20

* 基金项目: 国家自然科学基金项目“企业描述性创新信息披露的影响因素和经济后果: 基于上市公司年报文本分析的视角”(71772150)。

作者简介: 胡楠,男,教授,会计与信息管理博士,研究领域是上市公司文本信息披露价值,电子邮箱: nanresume@yahoo.com; 王昊楠,女,博士研究生,研究领域是公司战略和高管薪酬、上市公司文本信息披露,电子邮箱: holly_0705@163.com; 邱芳娟,女,博士研究生,研究领域为公司战略、管理会计、上市公司文本信息披露,电子邮箱: fangjuan0103@126.com。通讯作者: 王昊楠。

①例如,2019 年 1 月,国资委印发《中央企业负责人经营业绩考核办法》,强化正向激励,建立市场化、差异化的经理人激励制度。

美国 S&P500 指数公司高管业绩薪酬与竞争战略的不匹配导致了较差的业绩。柴才等(2017)^[5]发现,在中国制造业上市公司中,不同竞争战略下高管薪酬激励过度或不足均会导致激励失效、公司业绩下降。虽然学界已意识到高管薪酬与竞争战略的匹配关系在薪酬—业绩“脱钩”现象中扮演着重要角色,但既有研究仍存在以下值得商榷的问题:首先,对“匹配”概念的理解有待探讨。薪酬与战略匹配观点起源于企业内部人力资源管理实践,而 CEO 等高管的薪酬激励独立于企业内部人力资源管理系统,是企业治理结构和外部经理人市场机制的产物。有效契约观下,CEO 超额薪酬也存在合理性(方军雄,2012)^[6],基于薪酬预测模型得出的超额薪酬并不一定意味着薪酬和战略的错配,超额薪酬应如何与战略匹配值得进一步探讨。其次,未考虑产权性质、内外部环境等异质性因素及薪酬与战略的“动态”匹配。第三,样本囿于某个产业,缺乏大样本的研究。最后,对战略的准确测度尚待解决。既有研究采用问卷调查(Dess 和 Davis,1984)^[7]、PIMS 数据库(Hambrick,1983)^[8]、对财务指标进行聚类分析(David 等,2002^[9]; Bentley 等,2013^[10])等战略测度方法都存在一些缺陷。例如,以企业高管为对象的调查问卷回复率低且带有主观认知偏见(Cycyota 和 Harrison,2006)^[11],第三方数据库 PIMS 也是基于调查问卷且存在数据分析人员主观认知偏差的弊端,财务数据是企业多种因素共同作用的结果,噪音较大且与战略可能互为因果。

本文采用胡楠等(2020)^[12]基于 Word2Vec 技术构建的竞争战略词频指标来衡量公司的竞争战略偏好^①。该方法以上市公司年度财务报告为语料,以 Word2Vec 为技术支撑,利用多隐层的深层网络模型,把语料中的词汇转化为低维实值向量,并通过计算词向量的余弦距离得到词语之间在语义上的接近程度(Bengio 等,2003)^[13],从而扩充词集。其优势在于:(1)相较于非文本方法,利用公司年报文本档案数据避免了问卷调查者、受访者和数据分析者的主观偏见。文本分析方法的可靠性已得到不同领域研究学者的认同(Li,2011^[14]; Loughran 和 Mcdonald,2011^[15];王克敏等,2018^[16])。 (2)相较于有监督的机器学习法,基于 Word2Vec 神经网络模型推荐的相似词更好地考虑了文本语境环境,更全面客观地反映词汇语义,避免了人工定义词集的主观性。那么,在运用更加准确的战略指标基础上,竞争战略如何影响 CEO 薪酬? CEO 超额薪酬应如何与不同的竞争战略匹配才有利于提升业绩? 以上影响是否会因产权性质的差异和企业生命周期的不同阶段而具有异质性? 这正是本文希望探究的主要问题。

本文的研究贡献主要体现在:第一,从权变的视角扩展了超额薪酬的研究。学界关于超额薪酬的讨论存在争议,本文基于我国制度情境,使用全行业样本,围绕两种竞争战略、三类 CEO 薪酬、两种产权性质和三个企业生命周期阶段,从超额薪酬与战略匹配的角度提供了研究超额薪酬的权变理论框架。第二,相较于其他战略指标,本文采用基于 Word2Vec 自然语言技术,解决了其他方法存在的主观偏差和语境环境问题,构建的竞争战略指标更为准确。这为战略的量化提供了重要的参考依据,丰富了企业非结构化信息披露在会计学领域的应用。第三,现有 CEO 薪酬影响因素研究主要关注某个具体经营决策对薪酬的影响,但全面系统地研究竞争战略对 CEO 薪酬影响的文献较少,本文对此进行了拓展。

二、理论分析及假设提出

1. 竞争战略与 CEO 薪酬

现有影响 CEO 薪酬的因素包括:CEO 人力资本与社会资本、组织结构与公司治理、公司战略、市场环境及制度环境等(黄洁和陈国权,2018)^[17]。其中,在公司战略与 CEO 薪酬关系的研究中,大部分是从事件层面探讨某个具体的经营决策对 CEO 薪酬的影响。例如,并购决策(Wright 和

① 胡楠等(2020)^[12]构建的竞争战略指标公开披露于文构财经文本数据平台: www.wingodata.com。

Elenkov, 2002^[18]; Harford 和 Kai, 2007^[19])、战略联盟(Tiwana 和 Keil, 2007)^[20]、战略变革(Dow 和 Raposo, 2005^[21]; 邵剑兵和李威, 2017^[22])、市场战略(Cozzarin 和 Percival, 2006)^[23]等。公司整体战略相关研究主要涉及多元化战略或竞争战略的某一类别,例如 Finkelstein 和 Hambrick(1989)^[24]发现多元化战略的公司复杂性高,CEO 薪酬较高; Henderson 和 Fredrickson(1996)^[25]认为生产差异化产品的公司研发活动多,对 CEO 的信息处理能力要求较高,CEO 薪酬也较高。但全面系统地分析竞争战略对 CEO 薪酬影响的文献相对较少。参照前人文献(Banker 等, 2014^[26]; 李健等, 2012^[27]), 本文的竞争战略采用波特(Porter, 1980)^[28]的分类,且考虑到目标聚集战略是成本领先和差异化战略在细分市场的具体应用,本文将竞争战略分为总成本领先战略和差异化战略。

薪酬制定哲学涉及三个目标: ①控制人力成本; ②吸引保留人才; ③激励员工。竞争战略决定了企业对以上目标的侧重程度(Montemayor, 1996)^[29]。在“降本增效”的原则下,控制人力成本是成本领先者的薪酬政策首要目标。由于组织结构机械官僚(Miller, 1986)^[30]、生产标准化产品,成本领先企业的研发投入和营销费用较少,经营风险较低,此时相对较低的薪酬水平代表 CEO 获得较少的风险补偿。从内部薪酬差距看,在成本领先战略下,薪酬政策需要激励所有员工不遗余力地为企业“降本增效”的目标而努力,过高的薪酬差距会使员工产生严重剥削感(杨晶等, 2017)^[31],大大减弱员工降低成本的努力。从外部薪酬差距看,组织的报告层级较少,主要的业务决策都集中在职能部门层级,CEO 负责把握大的战略方向。对于 CEO 的薪酬激励只要做到趋近于行业平均,较小的薪酬差距可以让其感到“公平”。从薪酬结构看,成本领先者适合采用固定薪酬,减少权益薪酬的使用(Balkin 和 Gomez-Mejia, 1990)^[2]。

差异化战略下,产品创新和品牌形象需要大量的研发投入和营销成本,而研发的周期长、风险大,会给企业带来较高的经营风险(柴才等, 2017)^[5]。同时,有机灵活的组织结构鼓励各部门协作,企业需要营造轻松愉快的氛围以吸引富有创新意识、冒险精神的人才。因此,吸引保留人才和充分激励是差异化战略实施者的薪酬政策主要目标。锦标赛理论(Lazear 和 Rosen, 1981)^[32]指出,较高的内部薪酬差距可以激发管理者为获取职位晋升而付出加倍努力驱使业绩提升。社会比较理论(Festinger, 1954)^[33]认为较高的外部薪酬差距能够发挥下行比较的对比效应,提升 CEO 的自我评价,达到激励效果。在薪酬结构上,差异化战略企业适合采用多维度、中长期的绩效评价以鼓励冒险精神和创新意识,创造一种张弛有度的管理氛围。因此,本文提出如下假设:

H₁: 相比成本领先战略企业,差异化战略企业 CEO 的货币薪酬总额、内外部薪酬差距和权益薪酬更高。

2. CEO 超额薪酬—竞争战略匹配与公司业绩

人力资源管理的权变形态模式观点强调企业内部薪酬政策的实施效果取决于薪酬与环境、战略的匹配,不匹配会对业绩造成负面影响(Balkin 和 Gomez-Mejia, 1987^[1]; Balkin 和 Gomez-Mejia, 1990^[2])。例如, Montemayor(1996)^[29]发现,采用成本领先、创新型和差异化战略的公司分别采用了不同的薪酬政策,薪酬与战略的不匹配导致了较差的业绩。但是,由于薪酬权变理论是从公司内部人力资源整体层面考虑,涵盖范围广、涉及组织层级多,而 CEO 薪酬独立于企业内部人力资源系统,因此对匹配的传统衡量并不一定适用于 CEO 薪酬。根据有效契约理论,高管薪酬契约是缓解股东和代理人冲突的有效机制(Jensen 和 Meckling, 1976)^[34],薪酬水平代表了高管的管理天赋、勤勉程度和对组织的贡献,超额薪酬象征着董事会事前对高管才能的高期许和事后对其杰出业绩的高回报(方军雄, 2012^[6]; Kaplan 和 Minton, 2006^[35])。若 CEO 获得超额薪酬是建立在合理的基础上,CEO 超额薪酬对业绩仍可能产生积极的影响。此外,我国上市公司 CEO 薪酬具有“刚性”特征,即提升薪酬水平有助于扩大企业规模和提升企业价值,而降低薪酬会给业绩造成不利冲击(刘斌等, 2003^[36]; 吴联生等, 2010^[37])。

进一步分析,超额薪酬对绩效的影响可能随着组织竞争战略的差异而变化。根据假设 H_1 的推断,成本领先战略下 CEO 薪酬相对较低,超额货币薪酬^①更有可能发挥激励作用。差异化战略下,CEO 薪酬本身处在较高水平,超额货币薪酬有可能会产生“工资-收入”效应^②,减少 CEO 付出劳动的意愿(柴才等,2017)^[5],而中长期的超额权益激励形式更加迎合研发活动收益滞后的特点,进而增强 CEO 的主人翁意识。因此,本文提出如下假设:

H_2 : 成本领先战略下,CEO 超额货币薪酬对公司业绩有正向影响;差异化战略下,CEO 超额权益薪酬对公司业绩有正向影响。

不同产权性质的企业治理机制存在差异,超额薪酬对 CEO 的不同激励效果导致其对业绩的影响也不同。既有研究发现,超额薪酬对国有企业高管能起到激励效果,有利于业绩的提升(吴成颂和周炜,2016)^[38]。同时,国有企业的 CEO 薪酬与业绩的敏感性高于非国有企业,国有企业受到证监会的监督力度更高、对媒体和社会大众的舆论态度更为看重,这保证了薪酬契约激励的有效性(姜付秀等,2014)^[39]。此外,现有研究发现,国有企业高管攫取私利的动机较弱(Jiang 等,2010)^[40],薪酬激励契约的实施效果更好。基于以上分析,相较于非国有企业,国有企业 CEO 超额薪酬更能吸引和保留人才,达到激励效果,提升公司业绩。因此,本文提出如下假设:

H_3 : 区分产权性质后,成本领先战略下 CEO 超额货币薪酬、差异化战略下 CEO 超额权益薪酬对公司业绩的正向影响主要集中在国有企业。

同时,不同竞争战略下超额薪酬对业绩的影响会随企业所处的不同生命周期而动态变化。成本领先战略下,成长期企业资金相对短缺,支付 CEO 超额货币薪酬有悖于降本增效,可能损害公司业绩;成熟期的企业规模经济初见成效,现金流相对充裕;衰退期的企业投资机会减少,剩余现金流较多,因此成熟期和衰退期的企业 CEO 超额货币薪酬可能会达到激励效果,提升公司业绩。差异化战略下,成长期企业为了开拓市场营销渠道、提升品牌形象,需要提供具有市场竞争力的薪酬来吸引富有创新意识和勇于承担风险的高级管理人才,因此超额权益薪酬更具有激励作用。因此,本文提出如下假设:

H_4 : 区分企业生命周期不同阶段后,成本领先战略下 CEO 超额货币薪酬对公司业绩的正向影响集中在成熟期和衰退期,差异化战略下 CEO 超额权益薪酬对公司业绩的正向影响集中在成长期。

本文的研究逻辑框架如图 1 所示。

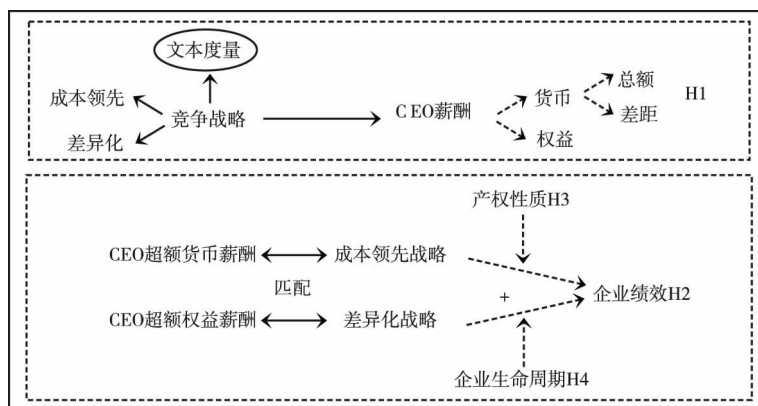


图 1 本文的研究逻辑框架

资料来源: 作者整理

① 由于本文的内外薪酬差距变量是基于货币薪酬计算的,因此本文在提到“超额货币薪酬”时,既包括货币薪酬总额,也包括内外薪酬差距。

② 薪酬增加的收入效应是指由于薪酬上升、收入增加,劳动者相对更加富有而追求闲暇,从而减少劳动。

三、研究设计

1. 样本选择和数据来源

本文选取 2007—2016 年中国沪深 A 股非金融、ST 和 * ST 公司为样本,竞争战略的文本数据来自 WINGO 财经文本数据平台,财务和公司治理数据均来自国泰安数据库。鉴于 2007 年我国开始采用新的《企业会计准则》,为保证财务指标的可比性,本文将 2007 年选定为样本的起始年份。从原始样本(19876)删除以下相关变量缺失的观测值:CEO 薪酬(4446);竞争战略(87);控制变量(499);其他(3593)。最终本文得到 2277 家公司,共计 11251 个有效观测值。

2. 主要变量衡量

(1) 竞争战略的文本指标。本文使用胡楠等(2020)^[12]构建的竞争战略指标,该指标是利用基于 Word2Vec 机器学习技术扩充竞争战略词集和计算词频的方法来构建的。具体构建步骤如下:

1) 选取竞争战略种子词。通过阅读与竞争战略相关的经典文献,从中挑选代表词汇。由于大多数战略文章来自英文文献,故通过谷歌翻译、有道词典和金山词霸三个权威翻译软件翻译得到多个中文翻译结果。对翻译结果初步筛选,包括删除明显不符合竞争战略内涵的词汇,进一步确认语义模糊的词汇。最后,交叉验证初筛结果并邀请学术和业界专家审验和反馈,最终得到 15 个成本领先战略和 21 个差异化战略种子词。

2) 扩充种子词集。利用基于 Word2Vec 神经网络模型的机器学习技术对种子词进行扩充。Word2Vec 是一种自然语言处理方法,它主要通过神经网络模型基于上下文语义将语料的词汇表示成密集的实值向量,词向量之间的余弦距离越小,代表词之间的语义相似度越高。选取每个种子词相似度最高的前 10 个词作为最初的相似词词集,再删掉相似词词集中的重复词汇,最后抽样对比竞争战略词集和年报中竞争战略描述的内容,以确保一致性。最终的竞争战略词集包括 125 个成本领先词汇和 165 个差异化词汇(具体词集披露情况备索)。

3) 分别计算出“成本领先”和“差异化”词汇总词频占年度财务报告全文总词频的比例。用“差异化”词频占比和“成本领先”词频占比的比值代表公司的竞争战略偏好(*STRATEGY*)。在划分成本领先战略和差异化战略的样本时,若 *STRATEGY* 大于 1(小于 1),则公司被划分为差异化(成本领先)战略偏好样本^①。

(2) CEO 薪酬的衡量。由于 CEO 这个职位称呼在中国是一个比较时髦的词,我国上市公司对 CEO 称呼的使用较混乱(陈修德等,2014)^[41],与之对应的称呼包括“总经理”“总裁”“首席执行官”等,故本文将“CEO”“总经理”“总裁”“首席执行官”等职务通过关键字筛选统一划分为 CEO。

CEO 货币薪酬总额采用国泰安中的 CEO “报告期报酬总额”。权益薪酬借鉴文献中的做法(Bergstresser 和 Philippon,2006^[42];陈胜蓝和卢锐,2011^[43];陈效东等,2016^[44]),采用 CEO 持有股票的市场价值占总薪酬的比例来衡量。内部薪酬差距是指 CEO 货币薪酬与普通员工的薪酬差距,其中普通员工的薪酬借鉴文献的做法(杨志强和王华,2014^[45];缪毅和胡奕明,2016^[46]),用(支付给职工以及为职工支付的现金 + 年末应付职工薪酬 - 年初应付职工薪酬 - 年度高管薪酬总额) / (员工总数 - 实领薪高管人数) 计算得出。外部薪酬差距是指 CEO 货币薪酬与同行业 CEO 平均货币薪酬的差距。

(3) 企业生命周期的划分。本文首先借鉴 Dickinson(2011)^[47],将企业生命周期划分为初创期、成长期、成熟期、动荡期和衰退期。初创期企业资金需求大,经营尚未步入正轨,筹资活动现

^① 在未报告的结果中,用 *STRATEGY* 大于(小于)当年总样本中值来划分差异化(成本领先)战略偏好样本,结果依旧稳健。

金流为正,经营和投资活动的现金流负。成长期企业仍有较大融资需求,且经营活动已步入正轨,故筹资和经营活动现金流为正,投资活动为负。成熟期企业经营活动日趋稳定,投资机会增多且筹资需求减少,故经营活动现金流为正,筹资和投资活动现金流为负。衰退期企业投资活动现金流为正,经营活动现金流为负,筹资活动现金流符号取决于外部投资者对企业价值的评价。剩余现金流符号的组合为动荡期。其次,参照谢佩洪和汪春霞(2017)^[48]、谷丰等(2018)^[49],将初创期和成长期合并为成长期,并对动荡期做二次划分:将企业特征趋于成熟期(衰退期)的样本归为成熟期(衰退期)。最终,样本企业被划分为成长期、成熟期和衰退期三个阶段。具体划分结果如表 1 所示。

表 1 根据净现金流量符号划分企业生命周期

企业活动	成长期		成熟期			衰退期		
	初创期	成长期	成熟期	动荡期	动荡期	动荡期	衰退期	衰退期
经营活动	-	+	+	-	+	+	-	-
投资活动	-	-	-	-	+	+	+	+
筹资活动	+	+	-	-	+	-	+	-

资料来源:作者整理

3. 模型构建

首先,为了检验不同竞争战略下 CEO 货币薪酬总额、内外部薪酬差距和权益薪酬是否有显著不同(假设 H₁),本文借鉴 Core 等(2008)^[50]的薪酬预测模型并加入竞争战略、产权性质、公司治理等公司层面以及 CEO 个体层面影响薪酬的因素,建立模型(1):

$$\begin{aligned}
 COMP/GAP/STOCK_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 STRATEGY_{i,t} + \beta_2 AGE_{i,t} + \beta_3 MALE_{i,t} + \beta_4 DEGREE_{i,t} \\
 & + \beta_5 TENURE_{i,t} + \beta_6 CHANGE_{i,t} + \beta_7 STOCKPCT_{i,t} + \beta_8 SIZE_{i,t} \\
 & + \beta_9 ROA_{i,t} + \beta_{10} ROA_{i,t-1} + \beta_{11} GROWTH_{i,t} + \beta_{12} INTAN_{i,t} \\
 & + \beta_{13} LEVER_{i,t} + \beta_{14} EVOL_{i,t} + \beta_{15} YRET_{i,t} + \beta_{16} PVOL_{i,t} \\
 & + \beta_{17} LOSS_{i,t} + \beta_{18} LISTYRS_{i,t} + \beta_{19} SOE_{i,t} + \beta_{20} DUAL_{i,t} \\
 & + \beta_{21} BOARD_{i,t} + \beta_{22} INDEP_{i,t} + \beta_{23} CONCEN_{i,t} \\
 & + \beta_{24} TAT_{i,t} + \beta_{25} GPM_{i,t} + \sum INDUSTRY + \sum YEAR + \varepsilon \quad (1)
 \end{aligned}$$

其中,因变量 *COMP* 代表 CEO 的货币薪酬总额,实际计算时对“CEO 报告期报酬总额”取自然对数。*GAP* 表示货币薪酬差距,分别用内、外部薪酬差距(*IGAP* 和 *EGAP*)表示。*STOCK* 表示权益薪酬。自变量 *STRATEGY* 代表竞争战略偏好。其他影响 CEO 薪酬的控制变量定义如表 2 所示。

其次,借鉴 Ittner 和 Larcker(2001)^[51]、Chen 和 Jermias(2014)^[4],本文采用两阶段方法来检验不同竞争战略下 CEO 超额薪酬对业绩的影响(假设 H₂)。首先,通过模型(1)得出总成本领先和差异化战略下 CEO 货币薪酬总额、内外部薪酬差距和权益薪酬的预测值,然后将实际薪酬与模型(1)的预测值相减,同时构建虚拟变量 *OVER*。若实际薪酬大于预期薪酬,则 *OVER* 取值为 1,否则取值为 0。然后,通过模型(2)来进行检验:

$$\begin{aligned}
 PERFORM_{i,t+1} = & \beta_0 + \beta_1 OVER_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 GROWTH_{i,t} + \beta_4 INTAN_{i,t} + \beta_5 LEVER_{i,t} \\
 & + \beta_6 EVOL_{i,t} + \beta_7 YRET_{i,t} + \beta_8 PVOL_{i,t} + \beta_9 LOSS_{i,t} + \beta_{10} LISTYRS_{i,t} \\
 & + \beta_{11} SOE_{i,t} + \beta_{12} BOARD_{i,t} + \beta_{13} INDEP_{i,t} + \beta_{14} CONCEN_{i,t} \\
 & + \beta_{15} BIG_{i,t} + \beta_{16} TAT_{i,t} + \sum INDUSTRY + \sum YEAR + \varepsilon \quad (2)
 \end{aligned}$$

其中,*PERFORM* 用资产收益率(*ROA*)来表示,控制变量定义同模型(1)。

表 2 变量定义

变量名	变量符号	变量注释
Panel A. CEO 薪酬相关变量(因变量)		
CEO 货币薪酬总额	<i>COMP</i>	Ln(CEO 报告期报酬总额)
内部薪酬差距	<i>IGAP</i>	Ln(CEO 货币薪酬与普通员工薪酬的差)
外部薪酬差距	<i>EGAP</i>	CEO 货币薪酬与同行业当年 CEO 平均货币薪酬的比值
CEO 权益薪酬	<i>STOCK</i>	CEO 持股的市场价值与 CEO 总薪酬的比值
Panel B. 竞争战略(自变量)		
竞争战略偏好(词频)	<i>STRATEGY</i>	差异化战略词频占比除以成本领先战略词频占比
成本领先战略词频占比	<i>COST</i>	年报平均每 100 词出现成本领先战略相关词集的总次数
差异化战略词频占比	<i>DIFF</i>	年报平均每 100 词出现差异化战略相关词集的总次数
Panel C. 控制变量		
CEO 年龄	<i>AGE</i>	Ln(CEO 年龄)
CEO 性别	<i>MALE</i>	CEO 是男性,取值为 1;女性取值为 0
CEO 学历	<i>DEGREE</i>	1 = 中专及中专以下,2 = 大专,3 = 本科,4 = 硕士研究生(含 MBA/EMBA),5 = 博士研究生,6 = 其他(以其他形式公布的学历,如荣誉博士、函授等)
CEO 任职时间	<i>TENURE</i>	Ln(CEO 在该职位上的任期年限)
CEO 变更	<i>CHANGE</i>	若公司当年 CEO 发生了变更,取值为 1;反之取值为 0
资产规模	<i>SIZE</i>	Ln(年末总资产)
资产收益率	<i>ROA</i>	净利润与总资产平均余额的比值
公司成长性	<i>GROWTH</i>	年营业收入同比增长率
研发强度	<i>INTAN</i>	无形资产与总资产的比值
财务风险	<i>LEVER</i>	资产负债率
盈余波动风险	<i>EVOL</i>	过去 2 年的季度总资产净利润率的标准差
股票收益率	<i>YRET</i>	不考虑现金红利再投资的年个股回报率
股价波动风险	<i>PVOL</i>	过去 12 个月的月个股回报率的标准差
亏损状况	<i>LOSS</i>	公司当年净利润为负时,取值为 1;反之取值为 0
公司上市年限	<i>LISTYRS</i>	Ln(公司上市的年数)
产权性质	<i>SOE</i>	国有企业取值为 1;非国有企业取值为 0
两职合一	<i>DUAL</i>	当 CEO 和董事长兼任时取值为 1;否则为 0
CEO 持股比例	<i>STOCKPCT</i>	CEO 持股总数与公司总股数的比值
股权集中度	<i>CONCEN</i>	前 10 位流通股股东持股比例之和
董事会规模	<i>BOARD</i>	Ln(董事会人数)
独立董事占比	<i>INDEP</i>	独立董事人数/董事会人数
四大审计	<i>BIG4</i>	公司由四大会计事务所审计时取值为 1;否则为 0

续表 2

变量名	变量符号	变量注释
Panel D. 其他变量		
毛利率	<i>GPM</i>	毛利与营业收入的比值
总资产周转率	<i>TAT</i>	营业收入与平均资产总额的比值
销售、管理和财务费用率	<i>SGAR</i>	销售、管理和财务费用与营业收入的比值
行业集中度	<i>HHI_AT</i>	以行业内总资产前五名的企业为基础计算的赫芬达尔指数
总资产增长率	<i>ATINC</i>	当年总资产的变化与上年总资产的比值
营业收入增长率	<i>OPEREVINC</i>	当年营业收入的变化与上年营业收入的比值
净资产收益率	<i>ROE</i>	净利润与股东权益余额的比值
行业虚拟变量	<i>INDUSTRY</i>	行业根据《上市公司行业分类指引(2012 版)》的标准进行划分,共设置 62 个行业虚拟变量
年份虚拟变量	<i>YEAR</i>	样本选自 2007—2016 共 10 个年份,以 2007 年为参照系,共设置 9 个年份虚拟变量

资料来源:作者整理

四、实证结果及分析

1. 描述性统计与相关性分析

表 3 列示了各变量的描述性统计结果。平均而言,竞争战略指标存在如下特征:(1) 成本领先(差异化)战略词频占比均值 0.45(0.35),代表年报中每 100 个词含有 0.45(0.35) 个成本领先(差异化)战略词汇;(2) 成本领先战略词频占比(0.45) 高于差异化战略词频占比(0.35),表明我国上市公司普遍对成本控制更为关注,认识到成本领先是实现企业价值最大化的重要途径;(3) 差异化战略词频占比标准差 0.19,代表实施差异化战略的公司之间存在很强的异质性,这也吻合实施差异化战略的公司注重“与众不同”“标新立异”的特征。

表 3 各主要变量描述性统计

变量	观测值数	均值	标准差	最小值	中位数	最大值	变量	观测值数	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>COMP</i>	11251	13.050	0.773	10.980	13.070	15.090	<i>YRET</i>	11251	0.354	0.825	-0.731	0.129	3.540
<i>IGAP</i>	11251	12.800	0.955	9.760	12.860	15.140	<i>PVOL</i>	11251	0.146	0.0620	0.057	0.132	0.384
<i>EGAP</i>	11251	1.019	0.853	0.113	0.789	5.330	<i>LOSS</i>	11251	0.075	0.263	0.000	0.000	1.000
<i>STOCK</i>	11251	0.400	0.457	0.000	0.000	1.000	<i>LISTYRS</i>	11251	2.646	0.459	1.459	2.754	3.281
<i>COST</i>	11251	0.447	0.138	0.200	0.430	0.850	<i>SOE</i>	11251	0.436	0.496	0.000	0.000	1.000
<i>DIFF</i>	11251	0.349	0.191	0.0500	0.320	0.930	<i>DUAL</i>	11251	0.237	0.425	0.000	0.000	1.000
<i>STRATEGY</i>	11251	0.813	0.451	0.133	0.725	2.385	<i>STOCKPCT</i>	11251	0.043	0.105	0.000	0.000	0.505
<i>AGE</i>	11251	3.869	0.132	3.258	3.871	4.369	<i>CONCEN</i>	11251	0.318	0.213	0.018	0.277	0.831
<i>MALE</i>	11251	0.944	0.229	0.000	1.000	1.000	<i>BOARD</i>	11251	2.165	0.195	1.386	2.197	2.890
<i>DEGREE</i>	11251	3.849	1.274	1.000	4.000	6.000	<i>INDEP</i>	11251	0.370	0.054	0.143	0.333	0.800
<i>TENURE</i>	11251	0.821	1.086	-2.485	0.949	2.962	<i>BIG4</i>	11251	0.051	0.220	0.000	0.000	1.000
<i>CHANGE</i>	11251	0.099	0.299	0.000	0.000	1.000	<i>TAT</i>	11251	0.707	0.492	0.0800	0.588	2.764

续表 3

变量	观测值数	均值	标准差	最小值	中位数	最大值	变量	观测值数	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
SIZE	11251	21.87	1.184	19.53	21.72	25.52	GPM	11251	0.278	0.170	-0.004	0.244	0.804
ROA	11251	0.043	0.050	-0.142	0.039	0.197	ROE	11251	0.070	0.099	-0.430	0.069	0.330
GROWTH	11251	0.190	0.391	-0.522	0.127	2.444	SGAR	11251	0.184	0.133	0.025	0.148	0.774
INTAN	11251	0.046	0.048	0.000	0.033	0.294	HHI_AT	11251	0.256	0.066	0.201	0.234	0.875
LEVER	11251	0.437	0.208	0.048	0.436	0.892	ATINC	11251	0.185	0.296	-0.255	0.113	1.765
EVOL	11251	0.022	0.016	0.002	0.018	0.100	OPEREVINC	11251	0.090	0.256	-1.093	0.113	0.710

资料来源:作者整理

表 4 进一步从竞争战略和产权性质维度划分样本,列示了成本领先战略与差异化战略样本、成本领先战略子样本中的国有企业和非国有企业、差异化战略子样本中的国有企业和非国有企业主要变量的单变量均值检验。Panel A 显示,竞争战略的财务指标代理变量总资产周转率(TAT)在成本领先战略子样本中显著更高,而毛利率(GPM)在差异化战略子样本中更高,这印证了本文竞争战略文本指标的有效性。同时,成本领先战略的样本观测数远大于差异化战略样本,说明我国上市公司普遍采用成本领先战略。实施成本领先战略的公司其 CEO 货币薪酬总额、内外部薪酬差距和权益薪酬都显著低于实施差异化战略的公司,这与假设 H₁ 的推断相符。在成本领先战略子样本中(Panel B),国有企业内部薪酬差距显著低于非国有企业,这反映出国有企业努力减小内部薪酬差距,营造公平氛围;但国有企业 CEO 外部薪酬差距显著高于非国有企业,这反映出国有企业由于规模较大,能提供更有竞争力的薪酬。在差异化战略子样本中(Panel C),国有企业 CEO 货币薪酬总额和内外部薪酬差距显著高于非国有企业,说明寻求差异化的国有企业通过高薪吸引富有创新和风险承担意识的人才。国有企业 CEO 的权益薪酬激励水平低于非国有企业,这与文献中发现国有企业的 CEO 持股比例偏低,很难出现过度股权激励相吻合(逯东等,2014)^[52]。

表 4 单变量均值检验

变量名	Panel A: 全样本 成本领先(n=8172) vs 差异化 (n=3079)			Panel B: 成本领先样本 国有企业(n=4002) vs 非国有企 业(n=4170)			Panel C: 差异化样本 国有企业(n=898) vs 非国有 企业(n=2181)		
	成本领先	差异化	均值差异	国有企业	非国有企业	均值差异	国有企业	非国有企业	均值差异
COMP	12.98	13.24	-0.266***	12.970	12.990	-0.020	13.350	13.200	0.151***
IGAP	12.73	13.01	-0.279***	12.680	12.770	-0.092***	13.110	12.960	0.151***
EGAP	0.982	1.118	-0.136***	1.004	0.961	0.043**	1.278	1.052	0.225***
STOCK	0.333	0.578	-0.245***	0.149	0.509	-0.359***	0.270	0.705	-0.434***
COST	0.464	0.401	0.062***	0.456	0.471	-0.015***	0.378	0.411	-0.033***
DIFF	0.273	0.552	-0.279***	0.246	0.299	-0.053***	0.519	0.566	-0.046***
STRATEGY	0.589	1.408	-0.818***	0.544	0.632	-0.088***	1.401	1.411	-0.009
TAT	0.726	0.659	0.066***	0.770	0.683	0.087***	0.784	0.608	0.176***
GPM	0.251	0.351	-0.100***	0.228	0.273	-0.045***	0.292	0.376	-0.084***

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5% 和 1% 水平上显著,下同

资料来源:作者整理

2. 竞争战略与 CEO 薪酬的实证回归结果

表 5 列示了模型(1)的回归结果。(1)~(4)列分别对应因变量 CEO 货币薪酬总额、内部薪酬差距、外部薪酬差距和权益薪酬。由表 5 可知,控制了竞争战略财务指标代理变量总资产周转率(*TAT*)和毛利率(*GPM*)后,竞争战略文本指标(*STRATEGY*)仍包含丰富的增量信息。其中,*STRATEGY*与 CEO 货币薪酬总额的回归系数是 0.089,在 1% 的置信水平下显著($t = 3.00$);*STRATEGY*与内部薪酬差距的回归系数是 0.085,在 5% 的置信水平下显著($t = 2.28$);*STRATEGY*与外部薪酬差距的回归系数是 0.109,在 1% 的置信水平下显著($t = 2.69$);*STRATEGY*与权益薪酬的回归系数是 0.068,在 1% 的置信水平下显著($t = 4.29$)。以上结果表明,相较于成本领先战略实施者,差异化战略实施者的 CEO 货币薪酬总额、内外部薪酬差距和权益薪酬均更高,这与差异化战略“高薪引才”、充分激励的薪酬政策目标相契合,验证了假设 H_1 。经济意义上,竞争战略偏好增加一个标准差,CEO 货币薪酬总额增加 4.10% ($e^{(0.089 \times 0.451)} - 1$);内部薪酬差距增加 3.90% ($e^{(0.085 \times 0.451)} - 1$);外部薪酬差距增加 0.049 (0.109×0.451),相较于其均值增加 4.82% ($0.049/1.019$);权益薪酬比例增加 0.031 (0.068×0.451),相较于其均值增加 7.67% ($0.031/0.400$)。

控制变量方面,当企业资产规模(*SIZE*)越大、盈利能力(*ROA*)越强、上市时间(*LISTYRS*)越长、CEO 持股比例(*STOCKPCT*)越低、董事会规模(*BOARD*)越大、CEO 两职合一(*DUAL*)时,CEO 货币薪酬水平越高,这与文献相一致(姜付秀等,2014^[39];罗进辉,2018^[53];吴联生等,2010^[37])。

表 5 竞争战略与 CEO 薪酬

被解释变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>COMP</i>	<i>IGAP</i>	<i>EGAP</i>	<i>STOCK</i>
<i>STRATEGY</i>	0.089 *** (3.00)	0.085 ** (2.28)	0.109 *** (2.69)	0.068 *** (4.29)
<i>AGE</i>	0.314 *** (3.51)	0.329 *** (2.90)	0.380 *** (3.57)	0.054 (1.02)
<i>MALE</i>	-0.066 (-1.18)	-0.087 (-1.28)	-0.190 ** (-2.07)	-0.017 (-0.54)
<i>DEGREE</i>	0.018 * (1.89)	0.018 (1.47)	0.023 ** (2.08)	-0.037 *** (-7.05)
<i>TENURE</i>	0.019 ** (2.25)	0.027 ** (2.53)	0.015 (1.57)	0.021 *** (4.54)
<i>CHANGE</i>	-0.281 *** (-12.24)	-0.340 *** (-10.77)	-0.188 *** (-8.21)	-0.050 *** (-4.66)
<i>STOCKPCT</i>	-0.344 ** (-2.36)	-0.452 ** (-2.35)	-0.546 *** (-3.70)	1.471 *** (19.30)
<i>SIZE</i>	0.252 *** (17.74)	0.280 *** (15.68)	0.294 *** (12.81)	0.038 *** (5.05)
<i>ROA</i>	1.734 *** (6.42)	2.067 *** (5.68)	2.238 *** (6.94)	0.187 (1.33)

续表 5

被解释变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>COMP</i>	<i>IGAP</i>	<i>EGAP</i>	<i>STOCK</i>
ROA_{t-1}	1.446*** (7.37)	1.576*** (5.98)	1.427*** (5.95)	0.309*** (3.28)
<i>GROWTH</i>	-0.055*** (-3.05)	-0.078*** (-3.18)	-0.074*** (-3.87)	-0.006 (-0.72)
<i>INTAN</i>	-0.157 (-0.63)	0.085 (0.26)	-0.101 (-0.33)	0.071 (0.62)
<i>LEVER</i>	-0.137* (-1.80)	-0.126 (-1.25)	-0.051 (-0.69)	-0.010 (-0.26)
<i>EVOL</i>	1.206** (2.01)	1.201 (1.52)	2.813*** (4.60)	0.270 (0.82)
<i>YRET</i>	-0.017 (-1.46)	-0.029* (-1.87)	-0.017 (-1.36)	0.006 (1.05)
<i>PVOL</i>	-0.040 (-0.28)	-0.012 (-0.06)	-0.116 (-0.70)	0.117 (1.44)
<i>LOSS</i>	0.027 (0.80)	0.016 (0.34)	0.100*** (2.60)	-0.027 (-1.59)
<i>LISTYRS</i>	0.063* (1.77)	0.083* (1.84)	0.125*** (2.74)	-0.210*** (-9.69)
<i>SOE</i>	-0.086** (-2.56)	-0.157*** (-3.69)	-0.129*** (-2.90)	-0.136*** (-7.03)
<i>DUAL</i>	0.107*** (3.17)	0.142*** (3.23)	0.153*** (3.44)	-0.025 (-1.21)
<i>BOARD</i>	0.218*** (3.13)	0.285*** (3.19)	0.268*** (2.92)	0.022 (0.57)
<i>INDEP</i>	0.017 (0.08)	0.097 (0.36)	0.112 (0.42)	-0.191 (-1.54)
<i>CONCEN</i>	0.135*** (2.64)	0.098 (1.48)	0.169** (2.55)	-0.146*** (-4.96)
<i>TAT</i>	0.214*** (6.40)	0.260*** (6.22)	0.175*** (4.45)	0.005 (0.28)
<i>GPM</i>	0.316*** (3.01)	0.275** (2.02)	0.364*** (2.88)	0.032 (0.56)

续表 5

被解释变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	COMP	IGAP	EGAP	STOCK
_cons	4.995 *** (10.84)	3.829 *** (6.50)	-7.998 *** (-12.21)	0.000 (0.00)
年份/行业	Yes	Yes	Yes	Yes
N	11251	11251	11251	11251
调整 R ²	0.384	0.309	0.267	0.468

注: 回归系数标准误差经 Cluster by firm 调整,下同

资料来源: 作者整理

3. CEO 超额薪酬—竞争战略匹配对公司业绩影响的回归分析

表 6 列示了模型 (2) 的回归结果。第 (1)、(3)、(5)、(7) 列 *OVER* 的回归系数分别代表成本领先战略企业 CEO 超额货币薪酬总额、过高的 CEO 内部薪酬差距、过高的 CEO 外部薪酬差距、CEO 超额权益薪酬对下一期业绩的影响。其中,CEO 超额货币薪酬总额与业绩的回归系数是 0.005 ($t = 3.77$), 在 1% 的置信水平下显著; 过高的 CEO 内部薪酬差距与业绩的回归系数是 0.003 ($t = 2.48$), 在 5% 的置信水平下显著; 过高的 CEO 外部薪酬差距与业绩的回归系数是 0.004 ($t = 2.87$), 在 1% 的置信水平下显著; CEO 超额权益薪酬与业绩的回归系数是 0.002 ($t = 1.40$), 没有统计上的显著性。这表明,对成本领先者来说,CEO 超额货币薪酬提升了公司业绩,但超额权益薪酬对业绩没有显著影响。同时,对差异化战略企业子样本((2)、(4)、(6)、(8)列),第(8)列 CEO 超额权益薪酬与业绩的回归系数是 0.004,在 5% 的置信水平下显著($t = 2.47$),但(2)、(4)、(6)列 *OVER* 的系数均不显著异于 0,这说明,相比过低的权益薪酬,超额权益薪酬提升了业绩,但超额货币薪酬对业绩没有影响。以上结果支持了假设 H₂。控制变量上,当期研发强度(*INTAN*) 越大、董事会规模(*BORAD*) 越小时,差异化战略实施者下一期的会计利润越易受到负面影响。

表 6 CEO 超额薪酬—竞争战略匹配对公司业绩的影响

被解释变量	COMP		IGAP		EGAP		STOCK	
	Perform = ROA		Perform = ROA		Perform = ROA		Perform = ROA	
	成本领先	差异化	成本领先	差异化	成本领先	差异化	成本领先	差异化
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>OVER</i>	0.005 *** (3.77)	0.000 (0.26)	0.003 ** (2.48)	0.000 (0.14)	0.004 *** (2.87)	-0.001 (-0.58)	0.002 (1.40)	0.004 ** (2.47)
<i>SIZE</i>	0.007 *** (9.32)	0.006 *** (5.20)	0.007 *** (9.30)	0.006 *** (5.19)	0.007 *** (9.51)	0.006 *** (5.12)	0.007 *** (9.20)	0.006 *** (5.09)
<i>GROWTH</i>	0.007 *** (4.32)	0.008 *** (2.93)	0.007 *** (4.30)	0.008 *** (2.93)	0.007 *** (4.27)	0.008 *** (2.93)	0.007 *** (4.29)	0.008 *** (2.95)
<i>INTAN</i>	-0.003 (-0.18)	-0.067 *** (-3.52)	-0.004 (-0.25)	-0.067 *** (-3.52)	-0.003 (-0.19)	-0.067 *** (-3.51)	-0.004 (-0.28)	-0.066 *** (-3.45)
<i>LEVER</i>	-0.063 *** (-13.26)	-0.073 *** (-10.41)	-0.063 *** (-13.23)	-0.073 *** (-10.41)	-0.063 *** (-13.18)	-0.072 *** (-10.42)	-0.063 *** (-13.10)	-0.072 *** (-10.45)

续表 6

被解释变量	<i>COMP</i>		<i>IGAP</i>		<i>EGAP</i>		<i>STOCK</i>	
	<i>Perform = ROA</i>		<i>Perform = ROA</i>		<i>Perform = ROA</i>		<i>Perform = ROA</i>	
	成本领先	差异化	成本领先	差异化	成本领先	差异化	成本领先	差异化
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>EVOL</i>	0.815*** (13.90)	1.257*** (11.73)	0.815*** (13.89)	1.257*** (11.73)	0.817*** (13.93)	1.257*** (11.73)	0.814*** (13.88)	1.253*** (11.74)
<i>YRET</i>	0.013*** (10.00)	0.012*** (8.00)	0.013*** (9.96)	0.012*** (7.99)	0.013*** (10.00)	0.012*** (7.99)	0.013*** (10.03)	0.012*** (7.99)
<i>PVOL</i>	-0.097*** (-7.00)	-0.096*** (-5.91)	-0.097*** (-6.99)	-0.096*** (-5.90)	-0.097*** (-6.96)	-0.096*** (-5.90)	-0.097*** (-6.98)	-0.097*** (-5.91)
<i>LOSS</i>	-0.025*** (-9.11)	-0.043*** (-8.27)	-0.025*** (-9.09)	-0.043*** (-8.27)	-0.025*** (-9.14)	-0.043*** (-8.27)	-0.025*** (-9.12)	-0.043*** (-8.24)
<i>LISTYRS</i>	-0.009*** (-4.59)	-0.007** (-2.49)	-0.009*** (-4.54)	-0.007** (-2.50)	-0.008*** (-4.43)	-0.007** (-2.50)	-0.008*** (-4.37)	-0.006** (-2.35)
<i>SOE</i>	-0.006*** (-3.31)	0.000 (0.03)	-0.006*** (-3.31)	0.000 (0.03)	-0.006*** (-3.38)	0.000 (0.05)	-0.005*** (-3.22)	0.000 (0.20)
<i>BOARD</i>	-0.002 (-0.46)	0.014*** (2.65)	-0.002 (-0.43)	0.014*** (2.64)	-0.002 (-0.43)	0.014*** (2.64)	-0.002 (-0.45)	0.014*** (2.65)
<i>INDEP</i>	-0.010 (-0.82)	0.022 (1.29)	-0.010 (-0.79)	0.022 (1.28)	-0.010 (-0.85)	0.022 (1.25)	-0.010 (-0.80)	0.023 (1.36)
<i>CONCEN</i>	0.012*** (3.90)	0.012*** (2.91)	0.012*** (3.85)	0.012*** (2.90)	0.012*** (3.87)	0.012*** (2.89)	0.012*** (3.89)	0.013*** (2.94)
<i>BIG4</i>	0.001 (0.40)	-0.001 (-0.43)	0.001 (0.45)	-0.001 (-0.42)	0.001 (0.26)	-0.001 (-0.36)	0.002 (0.53)	-0.001 (-0.23)
<i>TAT</i>	0.014*** (9.35)	0.018*** (6.64)	0.014*** (9.33)	0.018*** (6.64)	0.014*** (9.35)	0.018*** (6.64)	0.014*** (9.30)	0.018*** (6.66)
<i>_cons</i>	-0.097*** (-5.29)	-0.115*** (-4.24)	-0.096*** (-5.26)	-0.115*** (-4.24)	-0.101*** (-5.46)	-0.113*** (-4.14)	-0.095*** (-5.20)	-0.113*** (-4.27)
<i>F-TEST</i> (<i>p-value</i>)	0.005 (0.000)		0.003 (0.000)		0.005 (0.000)		-0.002 (0.002)	
年份/行业	Yes		Yes		Yes		Yes	
N	8172	3079	8172	3079	8172	3079	8172	3079
调整 R ²	0.282	0.437	0.281	0.437	0.281	0.437	0.280	0.439

资料来源:作者整理

4. CEO 超额薪酬—竞争战略匹配对公司业绩的影响: 产权性质和企业生命周期

为了检验假设 H_3 和假设 H_4 , 本文首先把样本区分为成本领先战略和差异化战略。其次, 进一步分别将成本领先战略和差异化战略子样本按产权性质和企业生命周期进行二次划分, 从而在双向分组(double-sorting) 的子样本中进行回归。

产权性质的结果如表 7 Panel A 所示。从纵向看, 成本领先战略下((1) 、(3) 、(5) 列), $OVER$ 的回归系数分别为 0. 005、0. 004 和 0. 005(且至少在 5% 的置信水平下显著); 差异化战略下((8) 列), $OVER$ 的回归系数为 0. 009($t=2. 89$)。从横向看, 以上结果体现在国有企业中。这说明, 实施成本领先(差异化) 战略的国有企业其 CEO 的超额货币薪酬(超额权益薪酬) 对公司业绩具有提升作用。企业生命周期的结果如表 7 Panel B 所示。从横向看, 成本领先战略下, CEO 超额货币薪酬对公司业绩的促进作用主要集中在成熟期和衰退期, 但 CEO 超额权益薪酬对成长期差异化战略实施者的 CEO 并未达到预期的激励效果, 假设 H_4 得到部分支持。

表 7 CEO 超额薪酬—竞争战略匹配对公司业绩的影响: 产权性质和企业生命周期

被解释变量	COMP		IGAP		EGAP		STOCK	
	Perform = ROA		Perform = ROA		Perform = ROA		Perform = ROA	
解释变量:	成本领先	差异化	成本领先	差异化	成本领先	差异化	成本领先	差异化
OVER	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Panel A: Double-Sort 竞争战略和产权性质								
国有企业	0.005 ^{***} (3.09)	0.002 (0.98)	0.004 ^{**} (2.39)	0.002 (0.61)	0.005 ^{***} (2.60)	0.004 (1.61)	0.003 (1.37)	0.009 ^{***} (2.89)
非国有企业	0.003 [*] (1.76)	-0.000 (-0.11)	0.001 (0.72)	0.000 (0.03)	0.002 (1.38)	-0.003 (-1.39)	0.001 (0.86)	0.002 (0.98)
F-TEST (p-value)	0.002 (0.002)	-	0.003 (0.001)	-	0.003 (0.002)		-	0.007 (0.046)
控制变量	Yes		Yes		Yes		Yes	
年份/行业	Yes		Yes		Yes		Yes	
Panel B: Double-Sort 竞争战略和企业生命周期								
成长期	0.002 (1.58)	0.004 [*] (1.85)	0.001 (0.77)	0.003 (1.49)	0.002 (1.35)	0.001 (0.44)	0.001 (0.49)	0.002 (1.08)
成熟期	0.005 ^{***} (2.90)	-0.002 (-1.02)	0.003 ^{**} (2.00)	-0.002 (-0.81)	0.004 ^{**} (2.57)	-0.001 (-0.65)	0.004 ^{**} (1.98)	0.004 [*] (1.70)
衰退期	0.008 ^{**} (2.18)	-0.001 (-0.18)	0.006 (1.50)	-0.002 (-0.28)	0.006 (1.59)	-0.007 (-1.14)	0.000 (0.06)	0.008 (1.49)
控制变量	Yes		Yes		Yes		Yes	
年份/行业	Yes		Yes		Yes		Yes	

资料来源: 作者整理

5. 稳健性检验

为保证结果可靠, 本文做了以下稳健性检验(限于篇幅, 结果未列示, 备索)。

(1) 内生性问题。由于本文核心检验变量超额薪酬 $OVER$ 是由薪酬预测模型(1) 的残差项计

算出来的,故薪酬模型会直接影响假设 $H_2 \sim$ 假设 H_4 的实证检验。然而,模型(1)中竞争战略与 CEO 薪酬互为因果以及其他不可观测因素导致的内生性问题可能会影响模型的有效性。对此,本文尝试通过工具变量来解决。虽然内生变量的滞后项和同年同行业其他企业的行业平均项并非完美的工具变量,在现有的实证数据框架下,本文参考 Gerber(1998)^[54]、Acconcia 等(2014)^[55]、李春涛和宋敏(2010)^[56],选取了竞争战略的滞后一阶项和同年同行业其他企业的行业平均项作为竞争战略的工具变量,对模型(1)采用两步 GMM 进行估计。结果显示,在第一阶段回归中,竞争战略的两个工具变量($L_STRATEGY$ 和 $STRATEGY_Ind$)与竞争战略分别在 1% 和 10% 的水平上显著正相关,且通过了工具变量的过度识别检验和弱工具变量检验^①。其中,过度识别检验显示 chi 方值 1.765(p 值 0.184),故不能拒绝“所有工具变量均外生”的原假设,认为工具变量外生。弱工具变量检验显示 F 统计量 3131.52(p 值 0.000),故拒绝“工具变量与内生解释变量不相关”的原假设。第二阶段回归结果显示,在控制了内生性之后,竞争战略与 CEO 货币薪酬总额、内外部薪酬差距和权益薪酬仍显著正相关,说明结果稳健。

(2) 模型(2)中,超额薪酬采用连续变量 $Residual$ (由模型(1)得到的残差)来代替虚拟变量 $OVER$,回归结果与前文一致;并进一步将 $Residual$ 由低到高分三组,结果显示, $Residual$ 在高组中为正(其中货币薪酬总额和外部薪酬差距分别在 5% 和 1% 的水平上显著),再次证实了相对过低薪酬在总成本领先战略下 CEO 超额货币薪酬对业绩具有积极影响。

(3) 模型(2)中,业绩采用 ROE ;模型(1)中,竞争战略采用句频指标、权益薪酬采用年度新增值衡量,结果均与前文保持一致。

五、进一步分析

假设 H_2 的验证结果(表 6)显示,CEO 超额薪酬与不同竞争战略的匹配对公司业绩有提升作用,本文进一步根据权变思想从企业的内部资源和能力、外部环境威胁和 CEO 过度自信来分别探讨此提升效果的原因。

1. 企业的内部资源和能力、外部环境威胁

企业内部拥有的资源以及组织利用资源的能力可以成为企业核心竞争优势的来源,而企业面临的外部环境威胁会增加企业的成本,降低其业绩。那么,CEO 超额薪酬对公司业绩的提升效果会不会在企业拥有更多的资源和能力、面临的外部环境威胁较小时更显著呢? 本文用企业规模和成本费用率分别作为企业资源和能力的代理变量,用产业中现有企业的竞争激烈程度衡量外部环境威胁。成本费用率和竞争激烈程度分别用 SGA 费用率和行业集中度来计算。首先,将样本按竞争战略划分为成本领先战略和差异化战略子样本。其次,在以上子样本中进一步按企业规模、成本费用率和行业集中度的年度中位数二次划分为高、低组,通过模型(2)进行双向分组回归。结果如表 8 的 Panel A ~ Panel C 所示。从纵向看,第(1)、(3)、(5)、(7)列和第(2)、(4)、(6)、(8)列分别代表成本领先和差异化战略下 CEO 超额货币薪酬总额、内部薪酬差距、外部薪酬差距和超额权益薪酬对业绩的影响。从横向看,成本领先者 CEO 超额货币薪酬对业绩的正向影响主要集中在大规模、低 SGA 费用率和高行业集中度的企业中,并至少在 10% 的水平上显著。此结果印证了上文的推断,即当企业拥有的资源多、成本控制能力强、面临的外部环境威胁较少时,CEO 超额薪酬有利于业绩的提升。这也和表 7 基于产权性质的发现相契合:较非国有企业而言,国有企业具有更多的资源和优势,在行业中的垄断地位使其面临的外部竞争威胁较小,因此 CEO 超额货币薪酬提升了业绩。

^① 本文所选取的工具变量只是部分缓解了内生性的问题,未来研究可以对此进行进一步探索。

差异化战略下的结果与成本领先战略的结果相反,即对小规模、高 SGA 费用率和处在低行业集中度的差异化战略实施者,其 CEO 超额权益薪酬提升了绩效。该发现与现实情况相符,当小规模的差异化战略实施者无法通过规模经济抵御潜在进入者的威胁时,其往往需要进行成本高昂的研发和市场营销活动,在细分市场通过差异化的产品和服务降低客户的价格敏感性从而避开竞争。以上活动都对 CEO 的能力提出了更高的要求,因此,超额长期激励更可能提升差异化战略企业的业绩。

2. CEO 过度自信

过度自信是人的一种来源于控制幻觉的心理偏差(Weinstein, 1980)^[57],此种偏差在高管中尤其突出(Goel 和 Thakor, 2008)^[58]。过度自信容易引起较为激进的财务决策,例如过度投资、过度负债、激进的股利政策、较低的会计稳健性等(孙光国和赵健宇, 2014^[59]; Malmendier 和 Tate, 2005^[60]; Deshmukh 等, 2013^[61]),这种认知偏差往往损害公司绩效。从薪酬的激励效果来看,过度自信的管理者对自己的能力预期较高,超额薪酬可能被其视为是应得的,因此激励效果降低。本文根据竞争战略和 CEO 是否过度自信来划分样本,通过对模型(2)双向分组回归对此进行检验。

本文对过度自信的衡量采用基于企业投资表现的度量方法(Schrand 和 Zechman, 2012^[62]; 易靖韬等, 2015^[63]),通过模型(3)估计的残差代表的过度投资水平来衡量 CEO 的过度自信程度。其中,因变量(*AssetGrowth*)为总资产增长率,自变量(*SalesGrowth*)为营业收入增长率。若回归的残差大于 0,代表 CEO 过度自信;反之,代表 CEO 不过度自信。

$$(AssetGrowth)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 (SalesGrowth)_{i,t} + \varepsilon \quad (3)$$

结果如表 8 的 Panel D 所示。从横向看,成本领先战略实施者的 CEO 超额货币薪酬对不过度自信 CEO 组的公司业绩提升显著更高。而差异化战略实施者的结果与成本领先战略实施者的相反,即 CEO 超额权益薪酬对公司业绩的正向影响在过度自信组显著更高。这表明,差异化战略需要 CEO 勇于承担风险,而过度自信的 CEO 往往对决策的未来结果保持乐观,文献中也证实过度自信的 CEO 进行创新活动的意愿更强(Galasso 和 Simcoe, 2011)^[64],故超额权益薪酬激励与过度自信 CEO 更加匹配。

表 8

CEO 超额薪酬—竞争战略匹配提升业绩:

来自企业内部资源能力、外部环境威胁、CEO 过度自信的解释

被解释变量	COMP		IGAP		EGAP		STOCK	
	Perform = ROA		Perform = ROA		Perform = ROA		Perform = ROA	
解释变量:	成本领先	差异化	成本领先	差异化	成本领先	差异化	成本领先	差异化
OVER	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Panel A: Double-Sort 竞争战略和企业规模								
大规模	0.005 *** (3.31)	0.002 (0.81)	0.004 *** (2.90)	0.002 (0.97)	0.006 *** (3.87)	0.002 (0.66)	0.002 (1.30)	0.002 (1.07)
小规模	0.003 * (1.82)	-0.002 (-0.81)	0.001 (0.41)	-0.002 (-0.98)	0.001 (0.64)	-0.003 (-1.29)	0.000 (0.04)	0.005 ** (1.99)
控制变量	Yes		Yes		Yes		Yes	
年份/行业	Yes		Yes		Yes		Yes	

续表 8

被解释变量	COMP		IGAP		EGAP		STOCK	
	Perform = ROA		Perform = ROA		Perform = ROA		Perform = ROA	
OVER	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Panel B: Double-Sort 竞争战略和成本费用率								
高 SGA	0.003* (1.76)	-0.002 (-0.72)	0.002 (0.86)	-0.002 (-0.72)	0.002 (1.00)	-0.003 (-1.25)	0.001 (0.70)	0.005** (2.21)
低 SGA	0.004*** (2.64)	0.003 (1.58)	0.003* (1.83)	0.003* (1.66)	0.003** (2.17)	0.002 (1.28)	0.002 (1.11)	0.003 (1.61)
控制变量	Yes		Yes		Yes		Yes	
年份/行业	Yes		Yes		Yes		Yes	
解释变量:	成本领先	差异化	成本领先	差异化	成本领先	差异化	成本领先	差异化
Panel C: Double-Sort 竞争战略和行业集中度								
高集中度	0.007*** (4.49)	0.002 (0.87)	0.006*** (3.68)	0.003 (1.23)	0.005*** (2.91)	-0.001 (-0.53)	0.001 (0.32)	0.003 (1.22)
低集中度	0.002 (1.17)	-0.001 (-0.51)	0.000 (0.04)	-0.002 (-0.87)	0.003 (1.61)	-0.001 (-0.33)	0.002 (0.93)	0.006** (2.44)
控制变量	Yes		Yes		Yes		Yes	
年份/行业	Yes		Yes		Yes		Yes	
Panel D: Double-Sort 竞争战略和 CEO 过度自信								
过度自信	0.003* (1.95)	0.003 (1.21)	0.001 (0.85)	0.003 (1.38)	0.003* (1.73)	0.003 (1.49)	0.001 (0.40)	0.005** (2.11)
不过度自信	0.007*** (4.14)	-0.001 (-0.39)	0.005*** (2.95)	-0.002 (-0.72)	0.006*** (3.36)	-0.004* (-1.67)	0.003 (1.59)	0.003 (1.47)
控制变量	Yes		Yes		Yes		Yes	
年份/行业	Yes		Yes		Yes		Yes	

资料来源:作者整理

六、结论与启示

1. 研究结论

在加快人才强国建设的战略背景下,从微观层面探讨企业如何通过行之有效的薪酬政策吸纳优秀的管理者,对推动企业高质量发展具有一定理论和现实意义。本文研究了 CEO 超额薪酬与竞争战略的匹配对企业业绩的重要作用。区别于以往研究通过问卷数据或财务指标来度量竞争战略,本文利用文本分析和机器学习方法刻画出竞争战略指标,从权变视角探讨了竞争战略对 CEO 薪酬的影响,以及 CEO 超额薪酬—竞争战略匹配对业绩的影响。研究发现:首先,为了吸引和保留更富有创新和冒险精神的管理者,差异化战略企业提供了总额更高、差距更大、结构更多维的 CEO 薪酬激励。其次,CEO 超额货币薪酬与成本领先战略、CEO 超额权益薪酬与差异化战略的合理匹

配对业绩的提升具有积极作用,且这一作用会随着企业产权性质和生命周期的不同阶段而产生异质性。在国有企业、成熟期和衰退期的成本领先战略企业、成熟期的差异化战略企业中,CEO 超额薪酬与竞争战略匹配有利于业绩的提升。进一步研究表明,对大规模、低成本费用率、处在高行业集中度和不过度自信 CEO 的成本领先战略企业,以及对小规模、高成本费用率、处在低行业集中度和过度自信 CEO 的差异化战略企业来说,与竞争战略匹配的 CEO 超额薪酬是公司业绩的助推器。

2. 管理启示与政策建议

首先,本文将 CEO 超额薪酬纳入了薪酬—战略匹配框架,支持了薪酬政策的权变观点。不同公司战略、产权性质和生命周期的企业,超额薪酬对业绩的影响具有异质性。因此,不仅薪酬激励水平和结构是权变的,CEO 超额薪酬与战略匹配对业绩的影响同样也是权变的。董事会制定 CEO 的薪酬政策时,要充分考虑企业的竞争战略、内外部环境以及 CEO 的特征,具体分析制定,以确保薪酬契约的激励作用和公司战略的实施效果。其次,本文的结论支持了有效契约观,即超额薪酬并不总是经理人利用权力攫取租金的表现,我国上市公司 CEO 薪酬契约设计和实施总体上符合自身竞争战略的要求,发挥了公司治理的激励作用,具有一定程度的有效性。作为监管者,政府应充分发挥市场机制的作用,在此基础上将薪酬监管“有形之手”和市场机制“无形之手”有机结合,使企业迈入“高薪—人才—高利润”的良性循环。第三,从产权性质观察我国企业采取的竞争战略可以发现,民营企业更倾向采用差异化战略,这反映出民营企业面临着日益增长的发展瓶颈,亟需通过创新激发企业活力。因此,为进一步激发民营企业创造力,政府应为民营经济创造良好营商环境而精准施策,为促进民营经济发展注入强劲推动力。合理有效的 CEO 薪酬激励制度是完善公司治理结构的关键一环,这不仅有助于提升绩效,且在提高公司治理能力、深化国有和民营企业改革、开辟以创新和战略驱动经济社会发展新境界的背景下有着重要意义。

3. 研究局限与展望

本文存在一些不足之处。第一,本文的战略衡量囿于波特的战略分类方法,但现实中的企业战略纷杂繁多,也并非在成本领先和差异化之间泾渭分明,未来研究可以进一步拓展至其他战略类型。第二,在 CEO 薪酬层面,本文只考查了显性的薪酬激励方式,未考虑在职消费等隐性激励。第三,为了更好地缓解竞争战略与 CEO 薪酬之间的内生性问题,未来研究可选择合适的外生政策冲击或基于匹配样本作为因果识别策略进行探索。

参考文献

- [1] Balkin, D. B. , and L. R. Gomez-Mejia. Toward a Contingency Theory of Compensation Strategy [J]. Strategic Management Journal, 1987, 8, (2) : 169 - 182.
- [2] Balkin, D. B. , and L. R. Gomez-Mejia. Matching Compensation and Organizational Strategies [J]. Strategic Management Journal, 1990, 11, (2) : 153 - 169.
- [3] Rajagopalan, N. , and S. Finkelstein. Effects of Strategic Orientation and Environmental Change on Senior Management Reward Systems [J]. Strategic Management Journal, 1992, 13, (S1) : 127 - 141.
- [4] Chen, Y. , and J. Jermias. Business Strategy, Executive Compensation and Firm Performance [J]. Accounting & Finance, 2014, 54, (1) : 113 - 134.
- [5] 柴才, 黄世忠, 叶钦华. 竞争战略、高管薪酬激励与公司业绩——基于三种薪酬激励视角下的经验研究 [J]. 北京: 会计研究, 2017, (6) : 45 - 52.
- [6] 方军雄. 高管超额薪酬与公司治理决策 [J]. 北京: 管理世界, 2012, (11) : 144 - 155.
- [7] Dess, G. G. , and P. S. Davis. Porter's (1980) Generic Strategies as Determinants of Strategic Group Membership and Organizational Performance [J]. The Academy of Management Journal, 1984, 27, (3) : 467 - 488.

- [8] Hambrick, D. C. High Profit Strategies in Mature Capital Goods Industries: A Contingency Approach [J]. *Academy of Management Journal*, 1983, 26, (4): 687 – 707.
- [9] David, J. S., Y. Hwang, B. K. W. Pei, et al. The Performance Effects of Congruence between Product Competitive Strategies and Purchasing Management Design [J]. *Management Science*, 2002, 48, (7): 866 – 886.
- [10] Bentley, K. A., T. C. Omer, and N. Y. Sharp. Business Strategy, Financial Reporting Irregularities, and Audit Effort [J]. *Contemporary Accounting Research*, 2013, 30, (2): 780 – 817.
- [11] Cycyota, C. S., and D. A. Harrison. What (Not) to Expect When Surveying Executives: A Meta-Analysis of Top Manager Response Rates and Techniques Over Time [J]. *Organizational Research Methods*, 2006, 9, (2): 133 – 160.
- [12] 胡楠, 邱芳娟, 梁鹏. 竞争战略与盈余质量——基于文本分析的实证研究 [J]. *南昌: 当代财经*, 2020, (9): 138 – 148.
- [13] Bengio, Y., R. Ducharme, P. Vincent, et al. A Neural Probabilistic Language Model [J]. *Journal of Machine Learning Research*, 2003, (3): 1137 – 1155.
- [14] Li, F. Textual Analysis of Corporate Disclosures: A Survey of the Literature [J]. *Journal of Accounting Literature*, 2011, (29): 143 – 165.
- [15] Loughran, T., and B. McDonald. When Is a Liability Not a Liability? Textual Analysis, Dictionaries and 10 – Ks [J]. *Journal of Finance*, 2011, 66, (1): 35 – 65.
- [16] 王克敏, 王华杰, 李栋栋, 戴杏云. 年报文本信息复杂性与管理者自利——来自中国上市公司的证据 [J]. *北京: 管理世界*, 2018, (12): 120 – 132.
- [17] 黄洁, 陈国权. CEO 薪酬决定因素研究进展 [J]. *北京: 技术经济*, 2018, (1): 34 – 43.
- [18] Wright, P., and K. D. Elenkov. Acquisition Returns, Increase in Firm Size, and Chief Executive Officer Compensation: the Moderating Role of Monitoring [J]. *The Academy of Management Journal*, 2002, 45, (3): 599 – 608.
- [19] Harford, J., and L. I. Kai. Decoupling CEO Wealth and Firm Performance: The Case of Acquiring CEOs [J]. *The Journal of Finance*, 2007, 62, (2): 917 – 949.
- [20] Tiwana, A., and M. Keil. Does Peripheral Knowledge Complement Control? An Empirical test in Technology Outsourcing Alliances [J]. *Strategic Management Journal*, 2007, 28, (6): 623 – 634.
- [21] Dow, J., and C. C. Raposo. CEO Compensation, Change, and Corporate Strategy [J]. *The Journal of Finance*, 2005, 60, (6): 2701 – 2727.
- [22] 邵剑兵, 李威. 高管薪酬差距、战略变革与企业绩效: 管理层权力的调节作用 [J]. *哈尔滨: 商业研究*, 2017, (11): 88 – 96.
- [23] Cozzarin, B. P., and J. C. Percival. Complementarities between Organisational Strategies and Innovation [J]. *Economics of Innovation and New Technology*, 2006, 15, (3): 195 – 217.
- [24] Finkelstein, S., and D. C. Hambrick. Chief Executive Compensation: A Study of the Intersection of Markets and Political Processes [J]. *Strategic Management Journal*, 1989, 10, (2): 121 – 134.
- [25] Henderson, A. D., and J. W. Fredrickson. Information-Processing Demands as A Determinant of CEO Compensation [J]. *The Academy of Management Journal*, 1996, 39, (3): 575 – 606.
- [26] Banker, R. D., R. Mashruwala, and A. Tripathy. Does A Differentiation Strategy Lead to More Sustainable Financial Performance than a Cost Leadership Strategy? [J]. *Management Decision*, 2014, 52, (5): 872 – 896.
- [27] 李健, 陈传明, 孙俊华. 企业家政治关联、竞争战略选择与企业价值——基于上市公司动态面板数据的实证研究 [J]. *天津: 南开管理评论*, 2012, (6): 147 – 157.
- [28] Porter, M. E. *Competitive Strategy* [M]. New York: The Free Press, 1980.
- [29] Montemayor, E. F. Congruence Between Pay Policy and Competitive Strategy in High-Performing Firms [J]. *Journal of Management*, 1996, 22, (6): 889 – 908.
- [30] Miller, D. Configurations of Strategy and Structure: Towards A Synthesis [J]. *Strategic Management Journal*, 1986, 7, (3): 233 – 249.
- [31] 杨晶, 沈艺峰, 李培功. 网络负面舆论对高管薪酬公平与效率的影响 [J]. *北京: 经济管理*, 2017, (2): 117 – 134.
- [32] Lazear, E. P., and S. Rosen. Rank-Order Tournaments as Optimum Labor Contracts [J]. *Journal of Political Economy*, 1981, 89, (5): 841 – 864.
- [33] Festinger, L. A Theory of Social Comparison Processes [J]. *Human Relations*, 1954, 7, (2): 117 – 140.
- [34] Jensen, M. C., and W. H. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure [J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3, (4): 305 – 360.
- [35] Kaplan, S., and B. Minton. How has CEO Turnover Changed? Increasingly Performance Sensitive Boards and Increasingly Uneasy CEOs [R]. *National Bureau of Economic Research*, 2006.

- [36] 刘斌, 刘星, 李世新, 何顺文. CEO 薪酬与企业业绩互动效应的实证检验 [J]. 北京: 会计研究, 2003, (3): 35 - 39.
- [37] 吴联生, 林景艺, 王亚平. 薪酬外部公平性、股权性质与公司业绩 [J]. 北京: 管理世界, 2010, (3): 117 - 126.
- [38] 吴成颂, 周炜. 高管薪酬限制、超额薪酬与企业绩效——中国制造业数据的实证检验与分析 [J]. 天津财经大学学报, 2016, (9): 75 - 87.
- [39] 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]. 北京: 管理世界, 2014, (9): 143 - 159.
- [40] Jiang, G., C. M. C. Lee, and H. Yue. Tunneling through Intercompany Loans: The China Experience [J]. Journal of Financial Economics, 2010, 98, (1): 1 - 20.
- [41] 陈修德, 彭玉莲, 吴小洁. 中国上市公司 CEO 薪酬粘性的特征研究 [J]. 北京: 管理科学, 2014, (3): 61 - 74.
- [42] Bergstresser, D., and T. Philippon. CEO Incentives and Earnings Management [J]. Journal of Financial Economics, 2006, 80, (3): 511 - 529.
- [43] 陈胜蓝, 卢锐. 新股发行、盈余管理与高管薪酬激励 [J]. 北京: 管理评论, 2011, (7): 155 - 162.
- [44] 陈效东, 周嘉南, 黄登仕. 高管人员股权激励与公司非效率投资: 抑制或者加剧? [J]. 北京: 会计研究, 2016, (7): 42 - 49.
- [45] 杨志强, 王华. 公司内部薪酬差距、股权集中度与盈余管理行为——基于高管团队内和高管与员工之间薪酬的比较分析 [J]. 北京: 会计研究, 2014, (6): 57 - 65.
- [46] 缪毅, 胡奕明. 内部收入差距、辩护动机与高管薪酬辩护 [J]. 天津: 南开管理评论, 2016, (2): 32 - 41.
- [47] Dickinson, V. Cash Flow Patterns as A Proxy for Firm Life Cycle [J]. The Accounting Review, 2011, 86, (6): 1969 - 1994.
- [48] 谢佩洪, 汪春霞. 管理层权力、企业生命周期与投资效率——基于中国制造业上市公司的经验研究 [J]. 天津: 南开管理评论, 2017, (1): 57 - 66.
- [49] 谷丰, 张林, 张凤元. 生命周期、高管薪酬激励与企业创新投资——来自创业板上市公司的经验证据 [J]. 武汉: 中南财经政法大学学报, 2018, (1): 146 - 156.
- [50] Core, J. E., W. R. Guay, and D. F. Larcker. The Power of the Pen and Executive Compensation [J]. Journal of Financial Economics, 2008, 88, (1): 1 - 25.
- [51] Ittner, C. D., and D. F. Larcker. Assessing Empirical Research in Managerial Accounting: A Value-Based Management Perspective [J]. Journal of Accounting and Economics, 2001, 32, (1 - 3): 349 - 410.
- [52] 逮东, 王运陈, 付鹏. CEO 激励提高了内部控制有效性吗? [J]. 北京: 会计研究, 2014, (6): 66 - 72.
- [53] 罗进辉. 媒体报道与高管薪酬契约有效性 [J]. 北京: 金融研究, 2018, (3): 190 - 206.
- [54] Gerber, A. Estimating the Effect of Campaign Spending on Senate Election Outcomes Using Instrumental Variables [J]. American Political Science Association, 1998, 92, (2): 401 - 411.
- [55] Acconcia, A., G. Corsetti, and S. Simonelli. Mafia and Public Spending: Evidence on the Fiscal Multiplier from A Quasi-Experiment [J]. American Economic Review, 2014, 104, (7): 2185 - 2209.
- [56] 李春涛, 宋敏. 中国制造业企业的创新活动: 所有制和 CEO 激励的作用 [J]. 北京: 经济研究, 2010, (5): 55 - 67.
- [57] Weinstein, N. D. Unrealistic Optimism about Future Life Events [J]. Journal of Personality and Social Psychology, 1980, 39, (5): 806 - 820.
- [58] Goel, A. M., and A. V. Thakor. Overconfidence, CEO Selection, and Corporate Governance [J]. The Journal of Finance, 2008, 63, (6): 2737 - 2784.
- [59] 孙光国, 赵健宇. 产权性质差异、管理层过度自信与会计稳健性 [J]. 北京: 会计研究, 2014, (5): 52 - 58.
- [60] Malmendier, U., and G. Tate. CEO Overconfidence and Corporate Investment [J]. Journal of Finance, 2005, 60, (6): 2661 - 2700.
- [61] Deshmukh, S., A. M. Goel, and K. M. Howe. CEO Overconfidence and Dividend Policy [J]. Journal of Financial Intermediation, 2013, 22, (3): 440 - 463.
- [62] Schrand, C. M., and S. L. C. Zechman. Executive Overconfidence and the Slippery Slope to Financial Misreporting [J]. Journal of Accounting and Economics, 2012, 52, (1): 311 - 329.
- [63] 易靖韬, 张修平, 王化成. 企业异质性、高管过度自信与企业创新绩效 [J]. 天津: 南开管理评论, 2015, (6): 101 - 112.
- [64] Galasso, A., and T. S. Simcoe. CEO Overconfidence and Innovation [J]. Management Science, 2011, 57, (8): 1469 - 1484.

CEO Excess Compensation and Competitive Strategy Matching

HU Nan, WANG Hao-nan, QIU Fang-juan

(School of Management, Xi'an Jiaotong University, Xi'an, Shaanxi, 710054, China)

Abstract: Cultivating world-class competitive enterprises and implementing more active talents policy is the specific goal of the globalization strategy put forward by the 19th National Congress of the Communist Party of China. Through effective compensation policy to attract and retain senior management talents is the way to achieve this goal.

Strategic compensation theory suggests that a congruence between pay policy and organizational strategy leads to superior firm performance. Drawing on this theory, a number of empirical studies have tested the relationship between firm strategy and executive compensation. Although these studies have improved our understanding of how strategy—executive compensation fit affects firm performance, significant questions remain. First, executives, such as the CEO's pay is independent from the organizational level pay system. CEO excess compensation has its merit suggested by the optimal contracting theory. The residual from the compensation determinants model does not necessarily imply a mismatch. Second, extant studies focus on a static match, leaving the dynamic match between CEO compensation and strategy unexplored. Lastly, how to strictly measure strategy needs to be further explored. Existing measures based on questionnaire, accounting figures or third-party database all have shortcomings such as subjective bias, endogeneity and context problems.

We fill this gap by first studying the annual reports of Chinese A-share listed firms from 2007 to 2016, and based on the textual analytical platform WinGo, we use textual analysis and deep learning techniques to construct a competitive strategy measure. First, we identify seed words based on the strategy literature. Second, we enlarge our seed words by employing the Word2Vec model, a neural network that measures the association between words according to the contexts they appear. This method recommends similar words that are more suitable for our financial context and away from human intervention. Finally, our strategy proxy is computed as the ratio of the frequency of “differentiation” words and “cost-leadership” words divided by the total word count in annual reports.

Then integrating the contingency theory of compensation and optimal contracting theory, and using the textual strategy measure, this paper investigates the effect of competitive strategy on CEO compensation, as well as how CEO excess compensation and strategy congruence affects firm performance.

The results show that firms under differentiation strategy have higher monetary compensation, larger compensation gap and higher stock compensation. We further find that after taking strategy into consideration, excess monetary (stock) compensation results in higher ROA for firms implementing cost-leadership (differentiation) strategy, and the effect is more significant for SOEs, cost-leaders in the mature and decline stage, and differentiators in the mature stage. The results can be further explained from aspects of firm's internal resources and abilities, external environmental threat and CEO overconfidence.

This paper contributes to the literature as follows. First, it broadens the CEO excess compensation literature by taking a contingency view. It points out that competitive strategy plays a prominent role in the relationship between CEO excess compensation and firm performance. And this relationship can be further moderated by firms' state ownership and life cycle stage. Second, it makes a methodological contribution by constructing a textual based competitive strategy measure that alleviates concerns about subjective bias and context problems. Future studies can rely on this measure to explore the determinants and consequences of competitive strategy. Third, it extends the determinants of CEO compensation by taking a comprehensive view on competitive strategy, rather than only focusing on one specific aspect of strategy.

Practically, this study has the following policy and managerial implications. First, when setting CEO compensation policy, the board of director should adopt a contingency view that taking firm's competition strategy into consideration. Second, as the results support the optimal contract theory, the government should further let the market mechanism play its role when setting the executive compensation.

Key Words: CEO excess compensation; competitive strategy; matching; Word2Vec

JEL Classification: D22, M12, L10

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2021.10.004

(责任编辑: 闫梅)