

CEO 超额薪酬与战略变革*

——基于行为代理理论的研究

董 静 邓浩然 赵国振

(上海财经大学商学院,上海 200433)



内容提要: 本文将代理人(CEO)的公平判断与风险偏好纳入决策行为模型,探讨了CEO超额薪酬对公司战略变革的影响。同时,关注CEO权力、组织冗余资源的调节作用。基于沪深上市公司数据,本文研究得到如下结论:(1)CEO超额薪酬与战略变革存在倒U型关系,即当CEO发现自己薪酬水平高于其他同类CEO的薪酬水平时,公平动机会使CEO愿意付出更多努力推动企业进行战略变革;但当薪酬过高时,CEO将此情况视为收益,并由此厌恶风险,此时,风险偏好的作用强于公平动机,进而抑制战略变革;(2)CEO权力和冗余资源具有显著的调节作用,即在CEO权力较大时,CEO能够对公司决策有更大影响,进而加强CEO超额薪酬与战略变革的关系;而较高的冗余资源提高了公司可供选择的策略范围与CEO管理自主权,强化CEO超额薪酬与战略变革的关系。

关键词: CEO 超额薪酬 战略变革 CEO 权力 冗余资源

中图分类号: F272.3 **文献标志码:** A **文章编号:** 1002—5766(2020)10—0137—19

一、引言

关于公司CEO薪酬的讨论,在学界和业界都是热门话题。作为一种重要的公司治理机制,以及解决代理问题的重要工具(Frydman和Jenter,2010)^[1],CEO薪酬影响着CEO的认知、决策以及公司业绩。学界对于CEO薪酬设计问题有激烈讨论(Frydman和Jenter,2010^[1];Spector和Spital,2011^[2])。一些学者认为,应适当采用超额薪酬,原因是这样能吸引优秀管理者并且提高企业的生存绩效(Patton,1951)^[3];但也有学者认为,超额薪酬应视为异常性薪酬(权小锋等,2010)^[4],不能由公司业绩与市场经济因素加以解释,是以股东财富为代价的结果。

之所以会有不同的研究结论,其核心是关于代理人的假设不同。传统代理理论关于CEO薪酬的研究较多关注代理人的“经济人”属性,而较少关注“社会人”属性。比如,传统代理理论认为,人是本性懒惰,厌恶工作的,在代理人获得超额薪酬后不会采取额外行动。而行为代理理论扩展了代理理论关于代理人的假设(Pepper和Gore,2015^[5];Wiseman和Gomez-Mejia,1998^[6]),认为代理人除“经济人”的特征外,也具有“社会人”的属性。首先,行为代理理论借鉴公平理论,认为代理人会

收稿日期:2020-06-09

* 基金项目:国家自然科学基金面上项目“‘鱼水相依’抑或‘与鲨共舞’:公司风险投资的作用机制与双重效应研究”(71872108)。

作者简介:董静,女,教授,管理学博士,研究领域是战略管理、风险投资,电子邮箱:dong_jing@mail.shufe.edu.cn;邓浩然,男,博士研究生,研究领域是公司治理、创新创业,电子邮箱:denghaoran@163.sufe.edu.cn;赵国振,男,博士研究生,研究领域是战略管理、创新创业,电子邮箱:amoszhao1917@163.com。

关注薪酬公平性。代理人通过与他人比较 (Festinger, 1954)^[7], 形成公平认知 (Ambrose 等, 1991^[8]; Pepper 和 Gore, 2015^[5])。当代理人感受到不公平时, 会采取行动来恢复公平 (Adams, 1963)^[9]。其次, 行为代理理论借鉴前景理论, 对代理人风险偏好假设做出延伸。它认为, 代理人对风险的态度主要取决于对情景框架的理解, 而不是简单的风险厌恶。个体在不同状况下的风险偏好是不同的, 在面对“失”时会更偏好风险, 面对“得”时却厌恶风险 (Kahneman 和 Tversky, 2013)^[10]。综上所述, CEO 的公平偏好和情景框架是影响超额薪酬作用的重要因素, 为理解 CEO 在特定环境下的决策行为提供了理论基础。

战略变革作为企业适应环境变化、保持与获取竞争力的重要手段, 也受到学术界与实务界的重视。以往关于公司管理者与公司战略变革的研究较多关注管理者的人口统计学特征 (Henderson 等, 2006^[11]; 李卫宁和李莉, 2015^[12]), 或性格特质对于战略变革的影响 (Chatterjee 和 Hambrick, 2007)^[13], 而较少从超额薪酬的角度深入探究。本文试图将两者结合起来开展研究。

结合行为代理理论, 本文认为, CEO 超额薪酬与战略变革之间呈倒 U 型关系。超额薪酬在较低程度至中等程度区间, CEO 基于公平原则, 愿意付出努力去推动战略变革, 此时, 超额薪酬发挥着激励作用。而当超额薪酬处于中等程度至高程度之间时, 过高的薪酬加强了 CEO 的风险厌恶心理, 使其更愿意规避风险, “落袋为安”, 不愿去实施高风险的战略变革。

当然, CEO 超额薪酬对于战略变革的影响并非是同质性的。既然超额薪酬能够对 CEO 认知与行为产生影响, 那么, CEO 能在多大程度上影响企业决策, 便会影响超额薪酬对于战略变革的作用强度。同时, 企业自身资源禀赋对企业决策的支持程度, 也会影响超额薪酬对于战略变革的作用强度。也就是说, 超额薪酬会影响 CEO 的公平感与风险偏好, 于是当 CEO 的权力较大时, 越有能力影响公司决策, 超额薪酬带来的影响也越能展现在公司决策上。同时, 超额薪酬对战略变革的影响还取决于企业是否有相应资源来确保战略执行。当 CEO 有变革意愿时, 公司的冗余资源能够为战略变革提供物质保证; CEO 安于现状时, 丰富的冗余资源会成为管理者乐观情绪的“助推器”, 使其认为目前经营状况良好, 倾向于维持现状。

本文可能的理论贡献如下: 一是本文通过探究 CEO 超额薪酬与战略变革的倒 U 型关系以期解决关于超额薪酬的争议。在适度超额薪酬情况下, 超额薪酬能够影响 CEO 的公平感知, 进而使其付出更多努力, 发挥激励作用。但当超额薪酬超过一定限度, 便会使 CEO 安于现状, 厌恶风险, 进而阻碍战略变革。二是基于行为代理理论, 本文从公平偏好以及情景框架两个角度, 探究 CEO 超额薪酬对于企业决策的影响, 丰富了关于 CEO 薪酬的研究。三是本文提出了超额薪酬对战略变革作用的边界条件, 即 CEO 权力以及公司冗余资源。

二、理论分析与研究假设

1. 超额薪酬与战略变革

行为代理理论在传统代理理论的基础上拓展了关于代理人的假设, 为解释 CEO 超额薪酬如何影响企业战略决策提供了重要理论基础。行为代理理论拓展的第一个假设是, 代理人会进行公平判断。在中国特有文化背景下, 对于分配公平的重视程度高于其他国家 (Pillai 等, 2001)^[14]。大多数人在关注自身绝对收益的同时, 也会通过与他人收益进行比较, 来判断收益分配是否公平 (Gächter 和 Fehr, 2002)^[15], 进而形成公平认知 (Ambrose 等, 1991)^[8]。有研究表明, 中国员工在分配公平情况下具有较高的工作满意度, 公平感与喜悦感显著正相关 (Wicker 和 Bushweiler, 1970)^[16]。在上市公司高管薪酬公开的情况下, CEO 也会进行社会比较, 形成公平感知, 这种公平感知会影响 CEO 的决策行为 (Cowherd 和 Levine, 1992^[17]; Greenberg, 1990^[18])。行为代理理论拓展的第二个假设是, 代理人的风险偏好在收益与损失情况下不同。Pepper 和 Gore (2015)^[5] 认为,

代理人根据自身确定的参考点判断收益和损失。在参考点以下,代理人判断自身处于损失状态,其会更愿意去承担风险来规避损失。在参照点以上,代理人通常会倾向于“落袋为安”,规避风险以获取确定收益。根据公平判断与风险偏好两个效应的叠加,可能导致超额薪酬与战略变革呈现倒U性关系。于是,本文将超额薪酬程度分为低(“低→中”)和高(“中→高”)两种情况进行讨论。

当超额薪酬处于低程度→中等程度区间时,CEO若发现自身薪酬高于其他同类CEO的薪酬,基于公平原则,他/她可以通过两种方式来恢复公平:付出更多努力或要求减少薪酬(Adams, 1965)^[19]。因为CEO本身对于权力与地位有较高诉求(March, 1984)^[20],而薪酬又是体现自身地位的一个重要标准,主动降低自己的薪酬对CEO而言不是一个最优选择,所以,CEO更愿意选择付出更多努力。此时,超额薪酬发挥着激励作用。Fong等(2010)^[21]研究发现,获取超额薪酬的CEO会付出更多努力去提升公司业绩。同样,战略变革需要对原有资源进行重新分配以适应新需要,确保企业生存与发展,但它冲击原有规则体系,需要协调各方利益。因此,推动战略变革要求管理者投入大量时间与精力。当CEO获得适当程度的超额薪酬时,通常会付出更多努力去推动战略变革。

当超额薪酬处于中等程度→高程度区间时,超额薪酬发挥公平原则带来的激励作用,但同时也加剧了CEO厌恶风险的心理。此时,他们基于损失规避原则,更愿意选择“落袋为安”,从具有高适应性、高收益性但含高风险性的战略变革(Zhang和Rajagopalan, 2010)^[22],转向维持现状。此时,CEO倾向于把事情做“好”而非把事情做“对”,对原有的战略进行维护或者小幅度的调整,而不是进行战略变革,以此来降低公司所承担的风险。

综上所述,随着超额薪酬程度增加,其对战略变革的影响“先扬后抑”。因此,本文提出以下假设:

H₁: CEO超额薪酬与战略变革之间存在倒U型的关系。

2. CEO权力的调节作用

权力是指个人行为者在特定关系中发挥作用和实现目标的能力(Pfeffer, 1981)^[23]。CEO是企业决策的重要参与者,可以通过自身权力影响企业战略决策过程。CEO对公司决策有多大影响取决于其有多大权力。CEO权力越大,公司战略决策方向就越体现其个人偏好以及利益导向。

当超额薪酬处于低程度→中等程度区间时,超额薪酬发挥着激励作用,CEO更愿意选择付出更多努力去进行战略变革。但因为企业存在惰性,变革会受到来自公司内部阻力,若CEO权力较小,即使有变革意愿,也很难在企业中推行战略变革。若CEO权力较大,其做出的战略决策更容易被高管团队成员接受。即使出现不同意见,CEO也可以行使其权力进行单方面决策(权小锋和吴世农, 2010)^[24],从而实现个人偏好。

当超额薪酬处于中等程度→高程度区间时,CEO基于损失规避原则,更愿意选择“落袋为安”,倾向于维持现状。此时,如果CEO权力较大,他们能够过滤传递给董事会的信息,在一定程度上限制董事会的信息处理能力,让董事会认为目前没有必要进行战略变革,使得公司最终决策结果倾向于符合CEO的想法。在出现不同意见时,CEO同样可以行使其权力进行单方面决策(权小锋和吴世农, 2010)^[24]。因此,本文提出以下假设:

H₂: 在同等条件下,CEO权力会放大CEO超额薪酬对于战略变革的影响。

3. 冗余资源的调节作用

企业拥有的资源会影响战略变革的结果(Zajac等, 2000)^[25]。企业拥有的资源存在差异性,如人力资源、社会资本等,这会使实施战略变革的基础条件存在差异(Kraatz和Zajac, 2001)^[26],而管理者的战略决策需要企业资源予以支持。因此,企业拥有的冗余资源会在CEO超额薪酬与战略变

革之间发挥作用。

当超额薪酬处于低程度→中等程度区间时,超额薪酬激励 CEO 进行战略变革。企业拥有的冗余资源越多,CEO 就有更多资源可以调配,冗余资源正向促进 CEO 的管理自主权(Hambrick 和 Finkelstein,1987)^[27],而 CEO 获得更多管理自主权,能够帮助其实施战略变革(Crossland 和 Hambrick,2011)^[28]。与之相对,在组织缺乏冗余资源的情况下,战略选择和实施范围将会受到限制,弱化 CEO 的战略变革欲望。

当超额薪酬处于中等程度→高程度区间时,CEO 基于损失厌恶原则,变革意愿较低,倾向于维持现状。企业拥有的冗余资源发挥着“安全网”的作用,它会助长管理者的乐观情绪,增强企业信心,CEO 会认为目前经营状况良好,这也进一步减弱了 CEO 的变革意愿,使其安于现状。因此,本文提出以下假设:

H₃:在同等条件下,冗余资源会强化 CEO 超额薪酬对于战略变革的影响。

三、研究设计

1. 样本选择与数据来源

本文选取 2007—2016 年沪深证券交易所 A 股上市公司作为研究的初始样本^①。公司基本数据来自于 CSMAR 与 Wind 两大权威数据库。在获取初始样本后,经历如下筛选过程:(1)删去 ST、PT 公司样本;(2)删去处于高度管制环境的金融行业(中国证监会 2012 行业分类标准三位数行业代码开头为“J”)的公司样本;(3)删去资不抵债的公司;(4)为了避免 CEO 换届当年对于战略变革的影响,剔除 CEO 上任第一年的样本(Chatterjee 和 Hambrick,2011)^[29];(5)再剔除变量缺失样本。最终保留样本数量为 2398 个。本文采用的数据处理软件为 Stata16。

2. 变量定义

(1)因变量:战略变革 *SChange*。基于以往研究(Zhang 和 Rajagopalan,2010^[22];连燕玲等,2015^[30];韵江和宁鑫,2020^[31]),使用公司在六个关键领域的资源分配情况来界定公司的经营战略,这六个战略维度分别为:广告强度(销售费用/销售收入)、研发强度(研发支出/销售收入)、非生产费用率(管理费用与销售收入比)、资本密集度(固定资产净值/员工人数)、存货收入比(存货与销售收入比)和财务杠杆(总负债/总资产)。以六个维度标准化并剔除行业效应后衡量公司战略变革^②。

(2)自变量:CEO 超额薪酬 *overpay*。超额薪酬是指 CEO^③ 实际薪酬高于市场预期薪酬。根据以往研究(Fong,2010^[32];吴联生等,2010^[33];Seo 等,2015^[34]),构建如式(1)所示 CEO 薪酬回归方程,以测度其超额薪 *overpay*。

$$\begin{aligned} Salary_{i,t} = & \beta_1 Sales_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t-1} + \beta_4 Debt_{i,t} + \beta_5 Boardsize_{i,t} + \beta_6 SOE_{i,t} \\ & + \beta_7 Age_{i,t} + \beta_8 Dual_{i,t} + \beta_9 Tenure_{i,t} + \beta_{10} Shares_{i,t} + \beta_{11} Year + Rsidual_{i,t} \quad (1) \end{aligned}$$

高管薪酬主要包括货币薪酬和股权激励两部分,由于根据公开数据很难识别哪些股票是高管自购、哪些是公司奖励,借鉴现有文献(辛清泉等,2007^[35];方军雄,2009^[36];辛清泉和谭伟强,2009^[37]),以 CEO 现金薪酬取对数(*Salary*)代替其薪酬。式(1)的右边是影响 CEO 薪酬的因素

① 因我国在 2007 实施了新会计制度,为保证数据可得性与连续性,故以 2007 年为起始年份。

② 具体而言,先分别计算六个战略维度当年数值与上年数值之差,如以研发强度为例, $\Delta firm R\&D intensity = R\&D intensity_t - R\&D intensity_{t-1}$ 。因不同行业面对的行业环境不同,为了控制行业效应,将每个变动量减去行业中位数的变动量,如经行业调整的 $\Delta R\&D intensity = (R\&D intensity_{i,t} - R\&D intensity_{i,t-1}) - (\text{行业中位数 } R\&D intensity_t - \text{行业中位数 } R\&D intensity_{t-1})$ 。然后,将得到的数值取绝对值后,对各指标进行标准化。最后,用六个指标的算术平均值衡量企业战略变革的程度。

③ 当公司没有 CEO 职位时,选用总经理职位。

(Fong, 2010^[32]; 吴联生等, 2010^[33])。其中, *Sales* 为总销售额取自然对数, 用于衡量企业的规模; *ROA* 为公司业绩; *Debt* 为公司财务杠杆, 以负债总额除以资产总额来衡量; *Boardsize* 为董事会规模, 以董事会人数取对数衡量; *SOE* 是公司性质, 如果是国有控股公司, 则取 1, 否则取 0。同时, 本文也控制 CEO 特征 (Lee 等, 2019)^[38], *Age* 表示 CEO 年龄; *Dual* 表示 CEO 与董事长是否两职合一, 如果是, 则取 1, 反之取 0; *Tenure* 为 CEO 任期, 即 CEO 任职的年数; *Shares* 为 CEO 持股数量取对数。为了控制不可观测因素对于 CEO 薪酬的影响, 在预测 CEO 薪酬的模型中采用 CEO 个体固定效应 (用公司股票代码结合 CEO 在 CSMAR 数据库中的个人 ID 作为个体变量) 与时间固定效应 (回归中加入时间虚拟变量 *Year*), 同时, 采用基于公司层面的聚类稳健标准误。

式(1)中残差项 *residual* 代表相对于公平薪酬, 企业设定的薪酬是超额还是不足。因本文关注超额薪酬部分, 于是根据式(2)衡量 CEO 超额薪酬 *overpay*, 将残差大于 0 的值保留, 否则为 0。

$$overpay = \begin{cases} residual, & residual > 0 \\ 0, & residual \leq 0 \end{cases} \quad (2)$$

(3) 调节变量: CEO 权力 *Power* 和冗余资源 *Slack*。就 CEO 权力 *Power* 而言, 参考黎文靖和池勤伟 (2015)^[39] 以及郭蓉和文巧甜 (2017)^[40], 选取 CEO 是否兼任董事长 (是则取值为 1, 否则为 0)、CEO 任期的自然对数、股权分散度 (第二至第十大股东持股比例平方和除以第一大股东持股比例平方)、董事会规模 (董事会人数的自然对数) 四个指标, 以这四个指标标准化后的和衡量 CEO 权力 *Power*, 数值越大, 表示 CEO 权力越大。

就冗余资源 *Slack* 而言, 基于以往研究, 采用流动比率、费用收入比率和资产负债率的平均值进行测量 (Bourgeois III, 1981^[41]; 贾兴平和刘益, 2014^[42]; 郭蓉和文巧甜, 2017^[40])。

(4) 控制变量。参照以往研究 (Zhang 和 Rajagopalan, 2010^[22]; 郭蓉和文巧甜, 2017^[40]), 本文控制以下变量: 公司寿命 *Life* (用当年年份减去公司成立年份); 公司规模 *Size* (期末总资产的自然对数); 财务杠杆比例 *Debt* (负债占总资产的比例); 公司业绩 *ROA* (净利润与股东权益比值); 公司多元化程度 *Mul* (用熵指数来计算)^①; 股权集中度 *Shre* (第一大股东持股数量占总股数之比); 管理层持股比例 *Mgshp* (管理层人员持股数之和占总股数之比); 机构投资者持股比率 *Insp* (前十大机构投资者持股比例之和); 董事会规模 *Boardsize* (以董事会人数取对数衡量); 独立董事占比 *Idpro* (独立董事人数占董事会总人数之比); 公司性质 *SOE* (国有控股公司赋值为 1, 否则为 0); CEO 年龄 *Age*; CEO 学历 *Degree* (中专及中专以下赋值为 1, 大专赋值为 2, 本科赋值为 3, 硕士研究生赋值为 4, 博士研究生赋值为 5); 两职兼任 *Dual* (CEO 兼任董事长赋值为 1, 否则为 0); CEO 性别 *Gender* (男性赋值为 1, 女性赋值为 0); CEO 任期 *Tenure* (CEO 任职年数)。为了控制地域、时间、行业的影响, 本文根据世界银行 (2006) 对中国区域划分的标准设定地区虚拟变量 *Area*; 根据中国证监会行业分类标准 (2012) 设定了行业虚拟变量 *Industry*; 根据年份设定时间虚拟变量 *Year*。

本文主要变量测量方式如表 1 所示。

表 1 主要变量测量方式

变量	符号	测量方式
战略变革	<i>SChange</i>	6 个维度标准化并剔除行业效应后进行衡量
超额薪酬	<i>overpay</i>	根据薪酬回归方程计算残差, 将残差大于 0 的值保留, 否则为 0
CEO 权力	<i>Power</i>	CEO 是否兼任董事长、CEO 任期、股权分散度、董事会规模 4 个指标标准化后的和

① 公式为 $Mul = \sum_{j=1}^n P_j \ln(1/P_j)$, 其中, n 为公司业务数, P_j 为公司在第 j 行业中的营业收入占总营业收入的比重。

续表 1

变量	符号	测量方式
冗余资源	<i>Slack</i>	流动比率、费用收入比率和资产负债率三个指标的平均值
公司寿命	<i>Life</i>	公司的成立年限,用当年年份减去公司成立年份
公司规模	<i>Size</i>	期末总资产的自然对数
财务杠杆比例	<i>Debt</i>	负债占总资产的比例
公司业绩	<i>ROA</i>	净利润与股东权益的比值
公司多元化程度	<i>Mul</i>	用行业熵指数来计算
股权集中度	<i>Shre</i>	第一大股东持股数量占总股数之比
机构投资者持股比例	<i>Insp</i>	前十大机构投资者持股比例之和
董事会规模	<i>Boardsize</i>	董事会人数取对数
独立董事占比	<i>Idpro</i>	独立董事人数占董事会总人数之比
管理层持股比例	<i>Mgshp</i>	管理层人员持股数量之和占总股数之比
公司性质	<i>SOE</i>	国有控股企业为 1,否则为 0
CEO 年龄	<i>Age</i>	CEO 年龄
CEO 学历	<i>Degree</i>	中专及中专以下赋值为 1,大专赋值为 2,本科赋值为 3,硕士研究生赋值为 4,博士研究生赋值为 5
两职兼任	<i>Dual</i>	CEO 兼任董事长赋值为 1,否则为 0
CEO 性别	<i>Gender</i>	男性赋值为 1,女性赋值为 0
CEO 任期	<i>Tenure</i>	CEO 任职年数
地区虚拟变量	<i>Area</i>	根据世界银行(2006)对中国区域划分的标准设定地区虚拟变量
行业虚拟变量	<i>Ind</i>	中国证监会行业分类标准(2012)设定了行业虚拟变量
年份虚拟变量	<i>Year</i>	根据年份设置时间虚拟变量

资料来源:本文整理

3. 模型设计

为了检验本文假设,设计如下模型:

$$SChange_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 overpay_{i,t} + \beta_2 overpay_{i,t}^2 + \lambda Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$SChange_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 overpay_{i,t} + \beta_2 overpay_{i,t}^2 + \beta_3 M_{i,t} + \beta_4 M_{i,t} \times overpay_{i,t} + \beta_5 M_{i,t} \times overpay_{i,t}^2 + \lambda Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

模型(3)用来验证假设 H_1 ,模型(4)用来检验研究假设 H_2 ($M_{i,t} = Power_{i,t}$) 和假设 H_3 ($M_{i,t} = Slack_{i,t}$)。

四、实证分析结果

1. 描述性统计

本文采用 OLS 回归进行检验。考虑异方差问题,回归中采用稳健标准误(White,1980)^[43]。为避免异常值的影响,对主要连续变量在 1% 水平上进行了 Winsorize 缩尾处理。

本文主要变量的描述性统计结果如表 2 所示。战略变革 *Schange* 均值为 0,标准差为 0.174,表

明不同公司的战略变革程度存在较大差异;CEO 超额薪酬 *overpay* 均值为 0.251,标准差为 0.428,表明不同企业 CEO 现金薪酬的差异较大。

表 2 主要变量描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
<i>SChange</i>	2398	0.000	0.174	-0.152	0.896
<i>overpay</i>	2398	0.251	0.428	0.000	1.770
<i>Power</i>	2398	0.873	0.960	-3.176	2.357
<i>Slack</i>	2398	1.338	1.357	0.350	8.493
<i>Age</i>	2398	49.484	5.917	35.000	63.000
<i>Gender</i>	2398	0.948	0.221	0.000	1.000
<i>Degree</i>	2398	3.405	0.907	1.000	6.000
<i>Size</i>	2398	21.783	1.118	19.959	25.221
<i>Life</i>	2398	13.983	4.944	3.000	25.000
<i>ROA</i>	2398	0.052	0.044	-0.076	0.190
<i>Idpro</i>	2398	0.373	0.052	0.333	0.571
<i>Mul</i>	2398	0.389	0.456	0.000	1.640
<i>SOE</i>	2398	0.227	0.419	0.000	1.000
<i>Dual</i>	2398	0.362	0.481	0.000	1.000
<i>Tenure</i>	2398	4.615	2.965	0.333	13.667
<i>Debt</i>	2398	0.369	0.204	0.040	0.825
<i>Insp</i>	2398	0.090	0.087	0.000	0.411
<i>Shre</i>	2398	15.783	15.099	0.392	62.150
<i>Boardsize</i>	2398	2.132	0.191	1.609	2.708
<i>Mgshp</i>	2398	0.134	0.177	0.000	0.843

资料来源:本文整理

2. Pearson 相关性分析

本文主要变量的 Pearson 相关性分析结果如表 3 所示。从表 3 可以观察到,超额薪酬与战略变革显著负相关 ($-0.079, p < 0.01$),部分佐证了假设 H_1 ,即过高薪酬会导致 CEO 厌恶风险;冗余资源与战略变革显著正相关 ($0.228, p < 0.01$),表明冗余资源越多,公司进行战略变革的资源越丰富,进而促进公司战略变革;国有产权与战略变革显著负相关 ($-0.157, p < 0.01$),这与已有研究相符(连燕玲和贺小刚,2015)^[44],因为国有企业需要承担一定社会职能,使得国有企业战略变革的难度较高;公司规模和公司寿命均与战略变革显著负相关,也与连燕玲和贺小刚(2015)^[44]的研究一致,企业规模越大、寿命越长,越容易产生路径依赖,阻碍战略变革。

表 3 相关系数

变量	<i>SChange</i>	<i>overpay</i>	<i>Power</i>	<i>Slack</i>	<i>Size</i>	<i>Life</i>	<i>ROA</i>
<i>SChange</i>	1						
<i>overpay</i>	-0.079***	1					

续表 3

变量	<i>SChange</i>	<i>overpay</i>	<i>Power</i>	<i>Slack</i>	<i>Size</i>	<i>Life</i>	<i>ROA</i>
<i>Power</i>	0.059***	-0.038*	1				
<i>Slack</i>	0.228***	-0.140***	0.0170	1			
<i>Size</i>	-0.174***	0.315***	-0.00900	-0.367***	1		
<i>Life</i>	-0.134***	0.247***	0.061***	-0.274***	0.316***	1	
<i>ROA</i>	0.0160	0.061***	-0.103***	0.197***	-0.095***	-0.060***	1
<i>Debt</i>	-0.167***	0.225***	-0.076***	-0.625***	0.629***	0.285***	-0.374***
<i>Idpro</i>	0.051**	-0.134***	-0.0150	0.0320	-0.085***	-0.100***	-0.0330
<i>Boardsize</i>	-0.066***	0.187***	0.069***	-0.126***	0.305***	0.134***	-0.0100
<i>Insp</i>	-0.0190	0.163***	-0.039*	-0.114***	0.173***	0.062***	0.260***
<i>Shre</i>	-0.178***	0.108***	-0.0150	-0.259***	0.439***	0.220***	-0.106***
<i>Mgshp</i>	0.209***	-0.244***	0.313***	0.309***	-0.440***	-0.311***	0.118***
<i>Mul</i>	-0.0310	0.120***	0.0320	-0.161***	0.204***	0.141***	-0.090***
<i>SOE</i>	-0.157***	0.270***	-0.195***	-0.219***	0.362***	0.255***	-0.083***
<i>Age</i>	-0.091***	0.343***	0.203***	-0.142***	0.154***	0.287***	-0.050**
<i>Gender</i>	0.0210	0.0180	0.0300	0.0330	0.0130	-0.0150	-0.0170
<i>Degree</i>	0.048**	0.040*	0.037*	0.0220	0.084***	-0.072***	0.037*
<i>Dual</i>	0.117***	-0.050**	0.543***	0.148***	-0.238***	-0.139***	0.0290
<i>Tenure</i>	-0.0260	0.047**	0.754***	-0.102***	0.162***	0.233***	-0.155***
变量	<i>Debt</i>	<i>Idpro</i>	<i>Boardsize</i>	<i>Insp</i>	<i>Shre</i>	<i>Mgshp</i>	<i>Mul</i>
<i>Debt</i>	1						
<i>Idpro</i>	-0.076***	1					
<i>Boardsize</i>	0.207***	-0.537***	1				
<i>Insp</i>	0.094***	-0.069***	0.055***	1			
<i>Shre</i>	0.349***	-0.078***	0.130***	0.042**	1		
<i>Manashare</i>	-0.382***	0.176***	-0.221***	-0.125***	-0.409***	1	
<i>Mul</i>	0.156***	-0.061***	0.109***	0.0200	0.088***	-0.131***	1
<i>SOE</i>	0.330***	-0.105***	0.194***	0.092***	0.348***	-0.388***	0.155***
<i>Age</i>	0.115***	-0.00400	0.052**	-0.0330	0.140***	-0.077***	0.106***
<i>Gender</i>	-0.034*	0.035*	0.0260	-0.061***	-0.043**	0.045**	0.0320
<i>Degree</i>	0.00400	0	0.00100	0.065***	0.040*	0.0100	-0.046**
<i>Dual</i>	-0.210***	0.111***	-0.156***	-0.046**	-0.230***	0.616***	0.0150
<i>Tenure</i>	0.079***	0.00300	0.00600	0.00500	0.142***	-0.041**	0.073***

续表 3

变量	SOE	Age	Gender	Degree	Dual	Tenure	
SOE	1						
Age	0.213***	1					
Gender	-0.0130	-0.0190	1				
Degree	0.063***	-0.077***	0.046**	1			
Dual	-0.255***	0.114***	0.078***	0.047**	1		
Tenure	-0.047**	0.239***	-0.0200	0.0220	0.061***	1	

注: * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

资料来源: 本文整理

3. 假设检验

为避免多重共线性的影响,对交互项中的连续变量进行了中心化处理;对所有解释变量进行了方差膨胀因子诊断,结果显示,所有解释变量的平均 VIF 为 1.54,最大值 2.86,远小于 5,说明解释变量不存在严重多重共线性问题。假设检验的回归结果如表 4 所示。

表 4 假设检验回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>overpay</i>	0.011 (0.008)	0.058*** (0.019)	0.059*** (0.019)	0.067*** (0.020)	0.068*** (0.020)
<i>overpay</i> ²		-0.054*** (0.016)	-0.054*** (0.016)	-0.076*** (0.023)	-0.078*** (0.023)
<i>Power</i>			0.017** (0.008)		0.017** (0.008)
<i>Power</i> × <i>Overpay</i>			0.039*** (0.014)		0.039*** (0.014)
<i>Power</i> × <i>overpay</i> ²			-0.035** (0.014)		-0.036** (0.014)
<i>Slack</i> × <i>Overpay</i>				0.052** (0.021)	0.052** (0.021)
<i>Slack</i> × <i>overpay</i> ²				-0.073** (0.033)	-0.074** (0.033)
_cons	0.039 (0.101)	0.065 (0.101)	0.097 (0.103)	0.056 (0.101)	0.087 (0.103)
N	2398	2398	2398	2398	2398
R ²	0.135	0.138	0.141	0.144	0.147
调整 R ²	0.118	0.121	0.123	0.126	0.128
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

续表 6

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Area</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

注:括号中为标准误;* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$;限于篇幅,此处未报告控制变量回归结果,备索,下同

资料来源:本文整理

表 4 中第(2)列分析了超额薪酬 *overpay* 与战略变革 *SChange* 的倒 U 型关系。超额薪酬的一次项系数为正且显著 ($\beta = 0.058, p < 0.01$), 并且超额薪酬的平方项与战略变革显著负相关 ($\beta = -0.054, p < 0.01$), 结果在后续全模型第(5)列中依然稳健。这说明,CEO 超额薪酬与战略变革之间存在倒 U 型关系,假设 H_1 得到验证。同时,本文也检验了倒 U 型关系的稳健性(Stata 命令 *utest*),该检验的目的主要是为了确保倒 U 型的极值点出现在样本区间内,检验结果 ($t = 3.09, p < 0.01$)拒绝了函数单调的原假设,证明了倒 U 型关系的稳健性。

第(3)列分析了 CEO 权力 *Power* 对 CEO 超额薪酬 *overpay* 与战略变革 *SChange* 间关系的调节作用。结果发现,CEO 权力 *Power* 和 CEO 超额薪酬 *overpay* 一次项的交互项与战略变革显著正相关 ($\beta = 0.039, p < 0.01$),与超额薪酬 *overpay* 一次项的系数方向一致。并且 CEO 权力 *Power* 和超额薪酬二次项的交互项与战略变革显著负相关关系 ($\beta = -0.035, p < 0.05$),与超额薪酬二次项 *overpay*² 的系数方向一致,且结果在后续全模型第(5)中依然稳健。这表明,CEO 权力越大,CEO 超额薪酬与战略变革之间的倒 U 型曲线关系得到加强。由此,本文的假设 H_2 得到检验。

第(4)列分析了组织冗余资源 *Slack* 对 CEO 超额薪酬 *overpay* 与战略变革间关系的调节作用。结果发现,组织冗余资源 *Slack* 和超额薪酬 *overpay* 一次项的交互项与战略变革显著正相关 ($\beta = 0.052, p < 0.05$),与超额薪酬 *overpay* 一次项的系数方向一致。同时,组织冗余资源和超额薪酬二次项的交互项与战略变革显著负相关 ($\beta = -0.073, p < 0.05$),与超额薪酬二次项 *overpay*² 的系数方向一致,且结果在后续全模型第(5)列中依然稳健。这表明,组织所具有的冗余资源越多,CEO 超额薪酬和战略变革之间的倒 U 型曲线关系越显著,支持了本文假设 H_3 。

五、稳健性检验

1. 内生性问题处理

本文可能存在样本自选择与双向因果问题。一方面,想要获得超额薪酬的 CEO 更倾向于去开出超额薪酬的企业;另一方面,本身有战略变革意愿的企业更愿意开出超额薪酬去激励 CEO 帮助企业进行战略变革。因此,本文选择倾向性得分匹配(PSM)用于修正样本自选择问题,选用 Heckman 两阶段模型同时修正样本选择与双向因果问题。

(1)倾向性得分匹配。倾向性得分匹配法主要思路是在对照组中找到与实验组(处理组)相似的样本,这样能减弱样本选择偏误对参数估计带来的影响。通过 Logit 或者 Probit 回归计算得到倾向性得分,据此进行样本匹配。在计算倾向性得分时需要将样本分为实验组与对照组,本文对 *overpay* 进行编码,当 *overpay* 大于 0 赋值为 1,定义为超额薪酬组(实验组)。反之,编码为 0,定义为非超额薪酬组(对照组),用编码后的变量作为分组变量(*CEO_overpay*)。确定分组变量后,设定如下方程(5)用 Logit 回归计算倾向性得分值,式(5)中,其他变量与前文一致。

$$Pr(CEO_overpay) = \beta_0 + \beta_1 Age + \beta_2 Gender + \beta_3 Degree + \beta_4 Size + \beta_5 Life + \beta_6 ROA + \beta_7 Debt + \beta_8 SOE + \sum industry + \sum Year + \varepsilon \quad (5)$$

将匹配得到的样本进行回归。同时,为了保证匹配有效性,除了选择一对一方式选用最近邻匹配外,本文也选择半径匹配与核匹配方式,减弱匹配方式对回归结果的影响。回归结果如表5所示。

表5 PSM后回归结果

变量	一对一最近邻匹配		半径匹配		核匹配	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>overpay</i>	0.035 * (0.019)	0.104 *** (0.036)	0.021 ** (0.008)	0.075 *** (0.018)	0.015 * (0.008)	0.062 *** (0.017)
<i>overpay</i> ²		-0.093 *** (0.032)		-0.065 *** (0.016)		-0.055 *** (0.015)
<i>_cons</i>	0.247 (0.194)	0.158 (0.192)	0.123 (0.119)	0.099 (0.118)	0.095 (0.117)	0.073 (0.115)
N	883	883	2178	2178	2380	2380
R ²	0.234	0.242	0.182	0.188	0.180	0.185
<i>Controls</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>
<i>Industry</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>
<i>Year</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>
<i>Area</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>

注:括号中为标准误; * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

资料来源:本文整理

表5中,第(1)列和第(2)列采用的是一对一最近邻匹配。第(2)列的回归结果显示,超额薪酬的一次项系数为正且显著($\beta = 0.104, p < 0.01$),并且超额薪酬的平方项与战略变革显著负相关($\beta = -0.093, p < 0.01$),与前文结论一致。第(3)列和第(4)列采用的是半径匹配,第(5)列和第(6)列采用的是核匹配,结果分别都与前文一致,超额薪酬的一次项系数为正且显著,并且超额薪酬的平方项与战略变革显著负相关,证明本文结果稳健性。

(2) Heckman 两阶段模型。本文采用 Heckman 两步法修正样本选择与双向因果问题,回归模型下:

$$Pr(CEO_overpay) = \beta_0 + \beta_1 OtherCEO_{it} + \sum \beta_k control_{it} + \sum industry + \sum Year + \varepsilon_{it}$$

$$SChange_{it} = \beta_0 + \beta_1 overpay_{it} + \beta_1 overpay_{it}^2 + \sum \beta_k control_{it} + \rho\sigma\lambda(rZ_{it}) + \sum industry + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

在第一个阶段的 Probit 回归中,被解释变量要求是虚拟变量,于是采用与上文相同的编码方法,用 *CEO_overpay* 作为分组变量。同时,在第一阶段的回归模型中选用同行业中其他公司超额薪酬 CEO 的数量占比 (*OtherCEO*) 作为工具变量(何瑛等,2019)^[45],并在回归中加入控制变量以及行业虚拟变量、时间虚拟变量。利用第一阶段的回归结果计算得到 IMR(逆米尔斯比率),并将其带入第二阶段回归。Heckman 两阶段模型回归结果如表6所示。

表6 Heckman 两阶段回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>overpay</i>	0.013 (0.008)	0.058 *** (0.019)	0.059 *** (0.019)	0.067 *** (0.020)

续表 6

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>imr</i>	-0.036 (0.025)	-0.030 (0.025)	-0.032 (0.025)	-0.025 (0.025)
<i>overpay</i> ²		-0.052 *** (0.016)	-0.052 *** (0.016)	-0.075 *** (0.023)
<i>Power</i>			0.017 ** (0.008)	
<i>Power</i> × <i>Overpay</i>			0.040 *** (0.014)	
<i>Power</i> × <i>overpay</i> ²			-0.036 ** (0.014)	
<i>Slack</i> × <i>Overpay</i>				0.053 ** (0.021)
<i>Slack</i> × <i>overpay</i> ²				-0.074 ** (0.033)
_cons	0.367 * (0.217)	0.340 (0.216)	0.389 * (0.221)	0.296 (0.217)
N	2361.000	2361.000	2361.000	2361.000
R ²	0.137	0.140	0.143	0.145
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Area</i>	Yes	Yes	Yes	Yes

注:括号中为标准误;* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

资料来源:本文整理

表 6 中,第(2)列超额薪酬的一次项系数为正且显著($\beta = 0.058, p < 0.01$),并且超额薪酬的平方项与战略变革显著负相关($\beta = -0.052, p < 0.01$),结果与前文一致。表 6 中,调节变量 CEO 权力和组织冗余资源,与超额薪酬 *overpay* 一次项的交互项和战略变革显著正相关,且与超额薪酬 *overpay* 一次项的系数方向一致;同时,与超额薪酬二次项的交互项和战略变革存在显著负相关,与超额薪酬二次项 *overpay*² 的系数方向一致。检验结果证明了前文结果的稳健性。

2. 其他稳健性检验

(1)考虑单个公司对于行业变量的影响。前文在计算战略变革变量时,采用了减去战略变革行业中位数的办法剔除行业效应。为了避免单个公司对于计算行业变量造成较大影响(Chen, 2008)^[46],剔除行业内(基于中国证监会 2012 行业分类标准三位数行业代码)公司数量小于 5 的行业进行回归,一共删去 20 个样本。考虑行业因素重新回归后的结果如表 7 所示。表 7 中第(1)列结果表明,超额薪酬的一次项显著为正,二次项显著为负与前文结果一致,表明超额薪酬与战略变革呈倒 U 型关系。第(2)列与第(3)列显示,调节变量 CEO 权力 *Power* 与组织冗余资源 *Slack* 的作用效果与前文结论一致,且结果在后续全模型第(4)列中依然稳健。

表 7 考虑行业因素的稳健性检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Overpay</i>	0.060 *** (0.019)	0.061 *** (0.019)	0.068 *** (0.020)	0.069 *** (0.020)
<i>Overpay</i> ²	-0.057 *** (0.016)	-0.057 *** (0.016)	-0.079 *** (0.023)	-0.080 *** (0.023)
<i>Power</i>		0.017 ** (0.008)		0.016 ** (0.008)
<i>Power × overpay</i>		0.038 *** (0.014)		0.037 *** (0.014)
<i>Power × overpay</i> ²		-0.032 ** (0.014)		-0.032 ** (0.014)
<i>Slack × overpay</i>			0.054 ** (0.021)	0.053 ** (0.021)
<i>Slack × overpay</i> ²			-0.073 ** (0.033)	-0.074 ** (0.033)
<i>_cons</i>	0.067 (0.102)	0.098 (0.104)	0.059 (0.102)	0.089 (0.104)
N	2371	2371	2371	2371
R ²	0.139	0.141	0.145	0.147
调整 R ²	0.121	0.123	0.127	0.128
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Area</i>	Yes	Yes	Yes	Yes

注:括号中为标准误; * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

资料来源:本文整理

(2)考虑公司产权因素。虽然在全样本回归中加入公司性质作为控制变量,控制国有企业产权因素对于战略变革的影响,但国有企业本身存在限制高管薪酬的制度(陈信元等,2009^[47];刘银国等,2009^[48]),为了进一步剔除国有企业高管薪酬制度对于本文结论带来的影响,单独选取民营企业进行回归。一共剔除了544个国有企业样本,保留样本数为1854个。回归结果如表8所示,结论与前文一致。

表 8 考虑公司产权因素的稳健性检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>overpay</i>	0.070 *** (0.026)	0.064 ** (0.025)	0.072 *** (0.026)	0.067 *** (0.026)
<i>overpay</i> ²	-0.067 *** (0.023)	-0.061 *** (0.022)	-0.085 *** (0.029)	-0.081 *** (0.028)

续表 8

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Power</i>		0.024 ** (0.012)		0.023 * (0.012)
<i>Power</i> × <i>overpay</i>		0.046 ** (0.020)		0.047 ** (0.020)
<i>Power</i> × <i>overpay</i> ²		-0.034 * (0.019)		-0.034 * (0.020)
<i>Slack</i> × <i>overpay</i>			0.061 ** (0.025)	0.060 ** (0.025)
<i>Slack</i> × <i>Overpay</i> ²			-0.089 ** (0.042)	-0.091 ** (0.042)
_cons	0.032 (0.140)	0.059 (0.143)	0.038 (0.139)	0.064 (0.143)
N	1854	1854	1854	1854
R ²	0.134	0.138	0.141	0.144
调整 R ²	0.112	0.114	0.118	0.120
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Area</i>	Yes	Yes	Yes	Yes

注:括号中为标准误; * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

资料来源:本文整理

(3) 分组回归。为进一步验证冗余资源和 CEO 权力对于超额薪酬与战略变革之间关系的调节效应,本文以 CEO 权力均值将总样本划分为低 CEO 权力与高 CEO 权力两组,同时根据企业冗余资源均值将样本分为低冗余资源与高冗余资源两组。分组回归结果如表 9 所示。

表 9 分组回归

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	低 CEO 权力	高 CEO 权力	低冗余资源	高冗余资源
<i>Overpay</i>	0.028 (0.025)	0.088 *** (0.029)	0.047 ** (0.020)	0.098 * (0.053)
<i>Overpay</i> ²	-0.029 (0.021)	-0.080 *** (0.025)	-0.043 *** (0.017)	-0.126 ** (0.049)
_cons	-0.013 (0.138)	0.077 (0.147)	0.085 (0.106)	-0.633 * (0.349)
N	1116	1282	1783	615
<i>Overpay</i> ² 经验 P 值	0.047 **		0.017 **	

续表 9

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	低 CEO 权力	高 CEO 权力	低冗余资源	高冗余资源
R ²	0.153	0.164	0.118	0.205
调整 R ²	0.116	0.133	0.094	0.142
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes
Area	Yes	Yes	Yes	Yes

注:括号中为标准误; * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$;经验 P 值通过检验变量组间差异的显著性,自体抽样 (bootstrap) 1000 次得到

资料来源:本文整理

从表 9 的结果可以看出,相较于高 CEO 权力组,低 CEO 权力组系数明显更小,并且结果不显著,而高权力组系数较大,且在 1% 水平上显著。同样,相较于高冗余资源组,低冗余资源组系数较小,而高冗余资源组系数较大。结果支持假设 H_2 与假设 H_3 ,表明调节效应的稳健性。

本文进一步通过费舍组合检验方法检验两组系数差异的显著性^①。参照连玉君等(2010)^[50]在研究中的应用,通过 Bootstrap 法得到经验 P 值差异的显著性来判别组间系数差异是否显著,结果如表 9 所示。表 9 中,超额薪酬平方项经验 P 值分别为 0.047 与 0.017,在 5% 水平上显著,表明分组后两组系数的差异在统计学上显著。

(4) 分组 T 检验。通过对超额薪酬水平较低组和超额薪酬水平过高组进行分组 T 检验,检验是否存在“过犹不及”效应。在表 2 描述性统计中可以看到,超额薪酬 *overpay* 均值为 0.251,标准差为 0.428,鉴于均值代表性较低,同时,也考虑到此处想要说明超额薪酬的“过犹不及”效应,所以选用极值点加减一个标准差进行分组 T 检验,将超额薪酬大于极值点加一个标准差设定为超额薪酬水平过高组,超额薪酬小于极值点减一个标准差设定为超额薪酬水平较低组。具体检验结果如表 10 所示,因为战略变革的测量是通过 6 个指标标准化后算术平均得到的数值,其正负号只是表示战略变革程度的大小,无其他意义。从表 10 结果可以看出,超额薪酬水平过高组的战略变革程度(均值为 -0.037)低于超额薪酬水平较低组的战略变革程度(均值为 -0.001)。这表明,过高的薪酬可能对战略变革没有促进作用,呈现出“过犹不及”效应。

表 10 分组 T 检验

变量	超额薪酬水平过高	均值	超额薪酬水平较低	均值	均值之差	T 值
SChange	243	-0.037	105	-0.001	-0.037	-2.177**

注: * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

资料来源:本文整理

鉴于根据极值点加减一个标准差进行分组的方法较多地依赖统计经验,本文还采用聚类方式来进一步验证。参照以往文献(鲁桐和党印,2014)^[51],采用应用较广泛的离差平方和法将超额薪酬 *overpay* 分为三个组别,超额薪酬水平较低组,超额薪酬水平适量组以及超额薪酬水平过高组。这一方法的基本原理是使群内的差异尽可能的小,组间的差异尽可能的大。分类结果是,超额薪酬

① 相对于 Chow 检验,费舍组合检验要求更宽松,允许组间控制变量系数不同(连玉君和廖俊平,2017)^[49]。

水平过高范围为 0.941 ~ 1.77 ($N = 243$, $Mean = 1.318$, $SD = 0.262$), 超额薪酬适中范围为 0.541 ~ 0.930 ($N = 204$, $Mean = 0.711$, $SD = 0.113$), 超额薪酬水平较低范围为 0.000 ~ 0.538 ($N = 562$, $Mean = 0.244$, $SD = 0.154$)。采用此分组结果,对超额薪酬水平过高与超额薪酬水平较低两组进行 T 检验,结果如表 11 所示。同样,从表 11 中可以观察到,超额薪酬水平过高组的均值显著低于超额薪酬水平较低组均值,即战略变革程度较低,佐证了上文的结论。

表 11 聚类分组 T 检验

变量	超额薪酬水平过高	均值	超额薪酬水平较低	均值	均值之差	T 值
SChange	243	-0.037	562	0.003	-0.04	-3.068***

注: * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

资料来源:本文整理

六、研究结论与启示

1. 研究结论

本文验证了 CEO 超额薪酬对于战略变革的影响,得到如下结论:

第一,CEO 超额薪酬与战略变革存在倒 U 型关系。基于行为代理理论,CEO 超额薪酬对战略变革的作用会呈现出“过犹不及”的效应。当超额薪酬处于低程度至中等程度区间时,基于公平原则,CEO 会付出努力去推动企业变革;当超额薪酬处于中等程度至高程度之间时,基于损失规避原则,CEO 的风险厌恶心理加剧,不愿去实施高风险的战略变革。

第二,CEO 超额薪酬对于战略变革的影响并非同质性的。超额薪酬能够对 CEO 的认知与行为产生影响,CEO 能在多大程度上影响企业决策,便会影响超额薪酬对于战略变革的作用力度。当 CEO 权力较大时,其做出的战略决策更容易被高管团队接受。即使出现不同意见,CEO 也可以行使其权力进行单方面决策,从而实现个人决策偏好。

第三,企业自身资源禀赋对企业决策的支持程度,也会影响超额薪酬对于企业战略变革的影响程度。超额薪酬处于低程度到中等程度区间时,CEO 有更强的变革意愿,企业拥有的冗余资源越多,企业选择范围越广,就更容易实施战略变革;超额薪酬处于中等程度到高等程度区间时,企业过多的冗余资源会助长管理者乐观情绪,并进一步减弱 CEO 的变革意愿,使其安于现状。

2. 管理启示

首先,CEO 薪酬作为重要的公司治理机制,可以采取适量的超额薪酬。超额薪酬不应被简单理解为公司“吃了亏”,损害了股东利益。当薪酬在一定程度上超出代理人预期时,能够起到较好的激励作用,促使 CEO 付出努力去进行战略变革。

其次,对于超额薪酬的设定也需适度。因为薪酬过高会带来副作用,体现出“过犹不及”的效应。过高超额薪酬会使 CEO 厌恶风险,倾向于“落袋为安”,此时的超额薪酬不仅不能起到预期的激励作用,反而抑制了 CEO 进行战略变革的意愿。公司在制定 CEO 薪酬时,需要通过考察与资料收集,把握好超额薪酬的“度”。

最后,需要考虑不同情境因素在 CEO 超额薪酬与战略变革关系中发挥的作用。当企业赋予 CEO 权力较大时,超额薪酬与战略变革的倒 U 型关系将得到强化。在倒 U 型关系的前半段,CEO 有动力进行战略变革时,可以适当赋予 CEO 更多权力,使其对公司战略执行有更大的影响力,推动企业战略变革。在 CEO 出现战略变革动力不足的情况下,即倒 U 型关系的后半段,企业可以适当削弱 CEO 权力,减轻其对战略变革的负向影响。同时,企业拥有的资源取决于人的使用。在管理者有变革意愿的情况下,冗余资源能够为战略变革提供更多保障;相反,如果在管理者安于现状时,丰富的冗余资源会成为乐观情绪的“助推器”。

3. 理论局限与未来研究方向

本文也存在局限性。一是本文对超额薪酬的测量方法基于一个基本假设(Fong, 2010^[32]; 吴联生等, 2010^[33]; Seo等, 2015^[34]), 即每个CEO对薪酬公平性的判断是采用相同的薪酬回归方程形成的参考点。但现实中, 不同CEO可能选择不同参照点, 即方程预测残差值相同的CEO可能使用不同的参考点, 从而其对薪酬公平的看法也会因参考点选择而有所不同。二是本文没有对CEO不公平感进行直接测量。在同样的处境下, 例如, 自身薪酬与市场薪酬的差值相同, 不同CEO产生的不平等感可能不同。再如, 与非创始人CEO相比, 创始人CEO相对薪酬少时可能不会感觉到不平等。此外, CEO个人特质可能也会影响不公平感。比如, 自恋型CEO对自我价值的看法过高(Campbell等, 2004)^[52], CEO自恋倾向可能会使其感知到更高的薪酬不平等(Chatterjee和Hambrick, 2011)^[29]。未来的研究可以进一步改进对于CEO个人薪酬公平感的测度。

参考文献

- [1] Frydman, C., and Jenter, D. CEO Compensation[J]. *Annual Review of Financial Economics*, 2010, 2, (1): 75 - 102.
- [2] Spector, B., and Spital, F. C. The Ideology of Executive Bonuses: An Historical Perspective[J]. *Journal of Management History*, 2011, 17, (3): 315 - 331.
- [3] Patton, A. Incentive Compensation for Executives[J]. *Harvard Business Review*, 1951, 29, (5): 35 - 46.
- [4] 权小锋, 吴世农, 文芳. 管理层权力、私有收益与薪酬操纵[J]. *北京: 经济研究*, 2010, (11): 75 - 89.
- [5] Pepper, A., and Gore, J. Behavioral Agency Theory: New Foundations for Theorizing About Executive Compensation[J]. *Journal of Management*, 2015, 41, (4): 1045 - 1068.
- [6] Wiseman, R. M., and Gomez-Mejia, L. R. A Behavioral Agency Model of Managerial Risk Taking[J]. *Academy of Management Review*, 1998, 23, (1): 133 - 153.
- [7] Festinger, L. A Theory of Social Comparison Processes[J]. *Human Relations*, 1954, 7, (2): 117 - 140.
- [8] Ambrose, M. L., Harland, L. K., and Kulik, C. T. Influence of Social Comparisons on Perceptions of Organizational Fairness[J]. *Journal of Applied Psychology*, 1991, 76, (2): 239.
- [9] Adams, J. S. Towards An Understanding of Inequity[J]. *The Journal of Abnormal and Social Psychology*, 1963, 67, (5): 422.
- [10] Kahneman, D., and Tversky, A. Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk[M]. In *Handbook of the Fundamentals of Financial Decision Making*, 2013.
- [11] Henderson, A. D., Miller, D., and Hambrick, D. Chow Quickly Do Ceos Become Obsolete? Industry Dynamism, CEO Tenure, and Company Performance[J]. *Strategic Management Journal*, 2006, 27, (5): 447 - 460.
- [12] 李卫宁, 李莉. TMT异质性、战略变革与绩效改善的关系研究——基于绩效下滑的非多元化企业的数据实证[J]. *北京: 中国管理科学*, 2015, (6): 153 - 161.
- [13] Chatterjee, A., and Hambrick, D. C. It's All About Me: Narcissistic Chief Executive Officers and Their Effects on Company Strategy and Performance[J]. *Administrative Science Quarterly*, 2007, (52): 351 - 386.
- [14] Pillai, R., Williams, E. S., and Justin Tan, J. Are the Scales Tipped in Favor of Procedural or Distributive Justice? An Investigation of the US, India, Germany, and Hong Kong[J]. *International Journal of Conflict Management*, 2001, 12, (4): 312 - 332.
- [15] Gächter, S., and Fehr, E. Fairness in the Labour Market[M]. In *Surveys in Experimental Economics*: Springer, 2002.
- [16] Wicker, A. W., and Bushweiler, G. Perceived Fairness and Pleasantness of Social Exchange Situations: Two Factorial Studies of Inequity[J]. *Journal of Personality and Social Psychology*, 1970, 15, (1): 63.
- [17] Cowherd, D. M., and Levine, D. I. Product Quality and Pay Equity between Lower-Level Employees and Top Management: An Investigation of Distributive Justice Theory[J]. *Administrative Science Quarterly*, 1992, 37, (3): 524 - 524.
- [18] Greenberg, J. Employee Theft as A Reaction to Underpayment Inequity: The Hidden Cost of Pay Cuts[J]. *Journal of Applied Psychology*, 1990, 75, (5): 561.
- [19] Adams, J. S. Inequity in Social Exchange[M]. In *Advances in Experimental Social Psychology*: Elsevier, 1965.
- [20] March, J. G. Notes on Ambiguity and Executive Compensation[J]. *Scandinavian Journal of Management Studies*, 1984, 1, (1): 53 - 64.
- [21] Fong, E. A., Misangyi, V. F., and Tosi, H. L. The Effect of CEO Pay Deviations on CEO Withdrawal, Firm Size, and Firm Profits

- [J]. *Strategic Management Journal*, 2010, 31, (6): 629 – 651.
- [22] Zhang, Y., and Rajagopalan, N. Once An Outsider, Always An Outsider? CEO Origin, Strategic Change, and Firm Performance [J]. *Strategic Management Journal*, 2010, 31, (3): 334 – 346.
- [23] Pfeffer, J. *Power in Organizations* [M]. Pitman Marshfield: MA, 1981.
- [24] 权小锋, 吴世农. CEO 权力强度、信息披露质量与公司业绩的波动性——基于深交所上市公司的实证研究 [J]. 天津: 南开管理评论, 2010, (4): 144 – 155.
- [25] Zajac, E. J., Kraatz, M. S., and Bresser, R. K. Modeling the Dynamics of Strategic Fit: A Normative Approach to Strategic Change [J]. *Strategic Management Journal*, 2000, 21, (4): 429 – 453.
- [26] Kraatz, M. S., and Zajac, E. J. How Organizational Resources Affect Strategic Change and Performance in Turbulent Environments: Theory and Evidence [J]. *Organization Science*, 2001, 12, (5): 632 – 657.
- [27] Hambrick, and Finkelstein, S. Managerial Discretion: A Bridge between Polar Views of Organizational Outcomes [J]. *Research in Organizational Behavior*, 1987, 9, (4): 369 – 406.
- [28] Crossland, C., and Hambrick, D. C. Differences in Managerial Discretion Across Countries: How Nation—Level Institutions Affect the Degree to Which CEOs Matter [J]. *Strategic Management Journal*, 2011, 32, (8): 797 – 819.
- [29] Chatterjee, A., and Hambrick, D. C. Executive Personality, Capability Cues, and Risk Taking [J]. *Administrative Science Quarterly*, 2011, 56, (2): 202 – 237.
- [30] 连燕玲, 周兵, 贺小刚, 温丹玮. 经营期望、管理自主权与战略变革 [J]. 北京: 经济研究, 2015, (8): 31 – 44.
- [31] 韵江, 宁鑫. “年少有为”还是“老当益壮”? ——CEO 职业生涯关注与战略变革 [J]. 北京: 经济管理, 2020, (6): 135 – 152.
- [32] Fong, E. A. Relative CEO Underpayment and CEO Behaviour Towards R&D Spending [J]. *Journal of Management Studies*, 2010, 47, (6): 1095 – 1122.
- [33] 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.
- [34] Seo, J., Gamache, D. L., Devers, C. E., and Carpenter, M. A. The Role of CEO Relative Standing in Acquisition Behavior and CEO Pay [J]. *Strategic Management Journal*, 2015, 36, (12): 1877 – 1894.
- [35] 辛清泉, 林斌, 王彦超. 政府控制、经理薪酬与资本投资 [J]. 北京: 经济研究, 2007, (8): 112 – 124.
- [36] 方军雄. 我国上市公司高管的薪酬存在粘性吗? [J]. 北京: 经济研究, 2009, (3): 112 – 126.
- [37] 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]. 北京: 经济研究, 2009, (11): 68 – 81.
- [38] Lee, G., Cho, S. Y., Arthurs, J., and Lee, E. K. CEO Pay Inequity, CEO-TMT Pay Gap, and Acquisition Premiums [J]. *Journal of Business Research*, 2019, (98): 105 – 116.
- [39] 黎文靖, 池勤伟. 高管职务消费对企业业绩影响机理研究——基于产权性质的视角 [J]. 北京: 中国工业经济, 2015, (4): 122 – 134.
- [40] 郭蓉, 文巧甜. 成功、失败和灰色地带的抉择: 业绩反馈与企业适应性战略变革 [J]. 天津: 南开管理评论, 2017, (6): 28 – 41.
- [41] Bourgeois III, L. J. On the Measurement of Organizational Slack [J]. *Academy of Management Review*, 1981, 6, (1): 29 – 39.
- [42] 贾兴平, 刘益. 外部环境、内部资源与企业社会责任 [J]. 天津: 南开管理评论, 2014, (6): 15 – 20, 54.
- [43] White, H. A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and A Direct Test for Heteroskedasticity [J]. *Econometrica*, 1980, 48, (4): 817 – 838.
- [44] 连燕玲, 贺小刚. CEO 开放性特征、战略惯性和组织绩效——基于中国上市公司的实证分析 [J]. 天津: 管理科学学报, 2015, (1): 1 – 19.
- [45] 何瑛, 于文蕾, 杨棉之. CEO 复合型职业经历、企业风险承担与企业价值 [J]. 北京: 中国工业经济, 2019, (9): 155 – 173.
- [46] Chen, W. -R.. Determinants of Firms' Backward and Forward-Looking R&D Search Behavior [J]. *Organization Science*, 2008, 19, (4): 609 – 622.
- [47] 陈信元, 陈冬华, 万华林, 梁上坤. 地区差异、薪酬管制与高管腐败 [J]. 北京: 管理世界, 2009, (11): 130 – 143.
- [48] 刘银国, 张劲松, 朱龙. 国有企业高管薪酬管制有效性研究 [J]. 北京: 经济管理, 2009, (10): 95 – 101.
- [49] 连玉君, 廖俊平. 如何检验分组回归后的组间系数差异? [J]. 郑州航空工业管理学院学报, 2017, (6): 97 – 109.
- [50] 连玉君, 彭方平, 苏治. 融资约束与流动性管理行为 [J]. 北京: 金融研究, 2010, (10): 158 – 171.
- [51] 鲁桐, 党印. 公司治理与技术创新: 分行业比较 [J]. 北京: 经济研究, 2014, (6): 115 – 128.
- [52] Campbell, W. K., Goodie, A. S., and Foster, J. D. Narcissism, Confidence, and Risk Attitude [J]. *Journal of Behavioral Decision Making*, 2004, 17, (4): 297 – 311.

CEO Overpayment and Strategic Change: From the Perspective of Behavioral Agency Theory

DONG Jing, DENG Hao-ran, ZHAO Guo-zhen

(College of Business, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai, 200433, China)

Abstract: Discussions about CEO compensation are hot topics both in academia and industry. As an important corporate governance mechanism, CEO compensation affects the CEO's perception, decision-making and company performance, and is also an important tool for solving agency problems. The conclusions of the existing research on the role of overpayment are still not clear. Some scholars believe that overpayment should be adopted because it can attract excellent managers and improve the survival performance of firms. At the same time, some scholars believe that overpayment comes at the cost of shareholder wealth. This suggests that the role of CEO overpayment needs to be further explored.

This paper holds that the reason why there are different conclusions is that the core assumptions of the agent are different. Therefore, based on the two important assumptions of agents in the behavioral agency theory, fair judgment and risk appetite, we believe that there is an inverted U-shaped relationship between CEO overpayment and strategic change. When the salary level of the CEO is higher than that of other similar CEOs, based on the motive of fairness, he/she is more willing to make efforts to promote strategic change. When the level of overpayment is too high, the CEO tends to consider himself at "gain" situation and is more willing to avoid risks. At this time, the role of risk appetite is stronger than the motive of fairness, making it unwilling to promote strategic changes.

This paper also explores the boundary conditions for behavioral agency theory, considering the moderating role of CEO power and Slack resources. First, when the CEO has greater power, the more he/she can influence the company strategic decisions, the more the impact of overpayment can be shown on the firm decisions. Secondly, the company's own resources are also factors that cannot be ignored. Corporate strategic change requires the support of corporate resources. When firm has more slack resources, it can provide material guarantee for corporate strategic change. This allows the CEO to use more resources, and strengthens the relationship between the CEO overpayment and strategic change

This paper selects all A-share listed companies on the Shanghai-Shenzhen Stock Exchange from 2007 to 2016 as the initial sample for the study. OLS regression was used and control industry fixed effects, regional fixed effects, and time effects. The regression results verified the above conclusions. At the same time, we also do robust check. In order to avoid a single company from having a greater impact on the calculation of industry variables, the regression results excluding the number of industry companies less than 5 still support the above conclusion. At the same time, in order to further eliminate the impact of the restricted pay policy of state-owned firms on the conclusion, in the subsequent regression, the private firms were selected separately for regression, and the results still robust.

Firstly, compared with the traditional agency theory, this paper extends the assumptions of agents based on the behavioral agency theory, considering that agent fair judgment and risk appetite will affect their decision-making. This paper expands the research based on the behavioral agent theory, studies the influence of CEO overpayment on strategic decision, which has been paid less attention in the past, and puts forward an inverted U-shaped relationship between CEO overpayment and strategic change. Second, this paper expands the research on the factors that influence strategic change. And his article expands the research on corporate governance literature and strategic change by establishing the relationship between CEO overpayment and strategic change. Finally, this paper also makes a certain contribution to the behavioral agency theory, and explores the boundary condition of the behavioral agency theory, considering the slack resources and the moderating role of the CEO power.

At the same time, this paper also has practical contribution: First, when designing executive compensation, we should consider the incentive effect of relative compensation on executives. Secondly, the impact of CEO overpayment on strategic change is an inverted U-shaped relationship. Companies should also pay attention to the degree of overpayment when formulating CEO compensation. Finally, appropriate empowerment of the CEO can also help and give play to the incentives of compensation.

Key Words: CEO overpay; strategic change; CEO power; slack resources

JEL Classification: D22, M12, J53

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2020.10.008

(责任编辑:弘毅)