

国有企业限薪抑制了全要素生产率的提升吗

黄贤环, 王瑶

(山西财经大学 会计学院, 山西 太原 030006)

摘要: 与已有文献集中探讨我国限薪政策是否实现降低薪酬差距的政策效应不同, 文章将研究视角集中于限薪政策出台后国有企业全要素生产率的变化。文章通过选取2007—2017年我国沪深上市企业的样本数据, 采用DID法实证检验了2009年“限薪令”、2012年“八项规定”以及2014年“限薪令”对国有企业全要素生产率的影响。研究发现: 2009年、2012年、2014年三次限薪政策都显著抑制了国有企业全要素生产率的提升; 同时, 研究还发现三次限薪政策对于规模异质性和成长异质性国有企业的全要素生产率作用存在差异。文章丰富了我国国有企业限薪政策经济后果的相关文献, 为我国国有企业高管薪酬制度的设计提供了必要的理论参考, 有助于政府部门重新审视限薪政策的宏观调控效果。

关键词: 限薪令; 全要素生产率; 八项规定; 高管薪酬; 高质量发展

中图分类号: F275.5 **文献标识码:** A **文章编号:** 1009-0150(2020)01-0034-17

一、引言

由于现代公司制下所有权和经营权的分离使得企业内部存在严重的代理问题, 要缓解代理冲突带来的利益矛盾就需要设计良好的激励政策 (Jensen和Meckling, 1976; 沈艺峰和李培功, 2010)。对企业高管薪酬的激励和约束是现代公司治理的重要内容, 也是发挥高管聪明才智、抑制高管私利动机的重要举措。合理的高管薪酬制度一方面能够激发高管的积极性, 降低所有者与高管之间的代理问题; 另一方面有利于减少高管为追求个人私利而产生的权力寻租行为。在我国特殊的经济制度背景和社会发展阶段, 国有企业高管“天价薪酬”一直被人们所诟病, 而国有企业高管薪酬制度设计也始终是社会关注的热点问题。基于此, 中共中央和国务院先后出台《关于进一步规范中央企业负责人薪酬管理的指导意见》(2009年)、中央“八项规定”(2012年)和《中央管理企业负责人薪酬制度改革方案》(2014年)三次限薪政策。其中, 2009年出台的“限薪令”, 从适用范围、规范薪酬管理的基本原则以及薪酬结构、薪酬水平、薪酬支付、补充保险和在职消费、监督管理、组织实施等方面对中央企业负责人的薪酬管理作了进一步规范。2012年中央出台的“八项规定”则要求包括国有企业领导干部在内的人员改进工作作风, 提出“要厉行勤俭节约, 严格遵守廉洁从政有关规定, 严格执行住房、车辆配备等有关工作和生活待

收稿日期: 2019-06-14

基金项目: 教育部人文社会科学研究青年基金“实体企业金融资产配置、财务公司资金管控与全要素生产率提升研究”(19YJC630058); 国家自然科学基金委面上项目“国家审计、协同监督与国有企业资产保值增值”(71872105); 山西省高等学校哲学社会科学项目“集团内部资本市场与企业金融化研究: 理论分析与机制检验”(2019W066); 山西省哲学社会科学规划课题“限薪政策对国企全要素生产率的影响及应对策略研究”(2019B136)。

作者简介: 黄贤环(1989—), 男, 江西吉安人, 山西财经大学会计学院讲师, 管理学博士;

王瑶(1991—), 女, 山西孝义人, 山西财经大学会计学院博士生。

遇的规定”，这事实上对国有企业高管在职消费进行了比较严格的限制。2014年又出台了《中央管理企业负责人薪酬制度改革方案》，从“完善制度、调整结构、加强监督、调节水平和规范待遇”五方面对央企负责人薪酬进行改革，提出央企负责人将采用差异化薪酬管控的办法，综合考虑国有企业高管当期业绩和中长期持续发展，抑制国有企业负责人薪酬畸高现象，缩小企业内部薪酬差距。

针对中央和国务院出台的限薪政策，已有文献对其效果进行了比较深入的探讨，着重考察了限薪政策下高管薪酬差距是否有所缩小，以及限薪政策是否真正达到抑制国有企业高管薪酬畸高的现象（沈艺峰和李培功，2010；梅洁，2015；吴成颂和周炜，2016；杨青等，2018；刘凤芹和于洪涛，2019）。然而，限薪政策的出台最直接的影响是国有企业高管工作的积极性很可能受到制约。在得不到原有高额薪酬的条件下，高管获取私利和权力寻租的动机会增强，这就很可能影响高管经营决策的科学性和合理性。高管作为企业重要的人力资本和核心资源，对企业研发投入、组织管理效率、劳动力资源的引进和培育、技术更新以及资源配置效率的提升等起到至关重要的作用，而企业全要素生产率提升的关键在于资源配置效率的优化和技术进步。因此，限薪政策的出台很有可能对国有企业全要素生产率的提升产生重要影响，但已有文献未给出直接证据。而研究限薪政策对企业全要素生产率的影响能够进一步探究限薪政策的合理性和有效性，为中央和国务院有关部门制定科学合理的国有企业高管薪酬制度提供理论参考，也有助于进一步完善国有企业公司治理，促进国有企业的高质量发展。

鉴于此，本文选择2007—2017年我国沪深两市上市公司的样本数据，着重考察政府2009年《关于进一步规范中央企业负责人薪酬管理的指导意见》、2012年中央“八项规定”和2014年《中央管理企业负责人薪酬制度改革方案》三次限薪政策的出台对国有企业全要素生产率提升的影响。研究结果表明：三次限薪政策的出台都显著抑制了国有企业全要素生产率的提升；在考察规模差异时发现，2009年“限薪令”、2012年“八项规定”的出台，对国有企业全要素生产率的负面效应显著性水平一致，但2014年限薪政策仅对规模较小样本公司全要素生产率的抑制作用显著；考察成长性差异时发现，2009年限薪政策和2014年限薪政策对成长性较好样本公司全要素生产率提升的抑制作用更加明显，而2012年“八项规定”对成长性较高组和较低组全要素生产率的抑制作用显著性水平一致。这些研究发现为政府相关部门评估限薪政策的有效性提供了新的着眼点，同时能够指导国有企业监管部门更好地完善国有企业薪酬制度和激励与约束机制。

本文可能的研究贡献为：（1）我国在2009年、2012年和2014年先后对国有企业出台限薪政策，这为本文考察实现经济“高质量发展”背景下国有企业限薪政策的有效性及其经济后果提供了一个良好的准自然实验。本文运用DID的实证研究方法探究三次限薪政策出台的经济后果，能够为限薪政策经济后果的研究奠定一定的理论基础，并能够提供方法论上的参考。（2）现有文献关于国有企业限薪政策经济后果的研究更多地集中于考察限薪政策是否能够缩小国有企业内部薪酬差距，抑制国有企业高管薪酬畸高现象（沈艺峰和李培功，2010；牟韶红等，2016；刘凤芹和于洪涛，2019），以及限薪政策对企业业绩的影响（吴成颂和周炜，2016），但忽视了限薪政策对高管工作积极性和工作效率的影响，以及由此而引发的企业全要素生产率的变化。本文考察限薪政策对国有企业全要素生产率的影响，为研究我国限薪政策的经济后果提供了新的视角，且与考察限薪政策对企业业绩影响的文献不同，企业业绩作为企业生产经营活动的最终目标，限薪政策对企业绩效的影响事实上链条较长，而本文将落脚点放置于限薪后高管工作积极性和工作效率变化最为直接的结果——全要素生产率的变化，能够更好地揭示

宏观政策对微观企业的影响,拓宽“宏观—微观”的研究范式。(3)本文同时考察企业规模和成长性差异分别对限薪政策与国有企业全要素生产率关系的影响,能够揭示不同横截面特征差异下限薪政策与国有企业全要素生产率关系的差异。这都为政府从多方位和多角度考察限薪政策对国有企业全要素生产率的影响提供理论借鉴。

二、文献综述

(一)政府“限薪令”政策的有效性研究

自2009年政府“限薪令”出台以来,学术界对限薪政策能否有效抑制国有企业高管薪酬畸高现象、缩小国有企业薪酬差距进行了广泛的研究,主要有三种观点:(1)政府“限薪令”没有达到预期的限薪效果。李燕萍等(2010)通过研究金融企业高管人力资本成本与其薪酬之间的关系,提出政府“一刀切”式地颁布“限薪令”,对国有企业高管薪酬最高限的设定缺乏一定的合理性,且实施起来比较困难。2009年“限薪令”出台后,国有企业高管薪酬水平出现不降反升的异常现象,且国有企业高管运气薪酬依然存在,政府“限薪令”并未达到预期效果(沈艺峰和李培功,2010)。进一步地,梅洁(2015)研究发现,无论是中央“八项规定”还是“限薪令”的出台均未对国有企业高管货币薪酬和在职消费的降低起到积极作用;政府“限薪令”的出台并没有对企业内部薪酬差距的激励效果产生影响,对垄断性国有企业的影响也并不明显,且“限薪令”颁布后高管在职消费对企业绩效存在不显著的正向激励。(2)“限薪令”对限制国有企业高管薪酬畸高具有积极作用。已有研究发现,政府2009年“限薪令”和2012年“八项规定”出台后,国有企业高管超额在职消费有所收敛(牟韶红等,2016)。“限薪令”作为政府干预国有企业薪酬改革的方式,弥补了公司治理机制的缺陷,使得国有企业超额薪酬水平显著下降,且对企业绩效的积极作用得到进一步强化(吴成颂和周炜,2016)。企业业绩的变化是限薪政策带来的经济后果,但影响链条较长,已有文献并没有很好地揭示限薪政策更为直接的经济后果。此外,常风林等(2017)研究发现,“八项规定”和“限薪令2015”^①虽然有效抑制了央企负责人薪酬的过快增长,但在市场化薪酬改革的同时,应该注意发挥政府限薪政策的效果;而2014年《中央管理企业负责人薪酬制度改革方案》的出台则降低了央企高管的货币薪酬与企业内部薪酬差距,在一定程度上达到了限制高管畸高薪酬的目标,具有实际约束力(杨青等,2018;刘凤芹和于洪涛,2019)。(3)“限薪令”政策只起到部分作用。田妮和张宗益(2015)从不完全契约视角研究了政府“限薪令”的有效性,发现“限薪令”只限制了国有企业高管通过正式契约获得薪酬,而并没有约束关系契约获取的薪酬,“限薪令”的出合作用有限。张楠和卢洪友(2017)的研究也发现,2009年“限薪令”的出台并没有降低国有企业高管的货币薪酬,但减缓了货币薪酬的增长幅度,同时“限薪令”的实施使得地方国有企业在消费增加,而中央企业在消费增加不明显。此外,Frydman和Molloy(2012)研究了美国罗斯福总统在第二次世界大战期间实施的设定企业高管薪酬最高上限和限制员工工资增速的限薪政策是否有效,并得出政府对工资的限制最好具有适度性的结论。Jensen和Murphy(1990)则认为,对企业高管薪酬的管制是对经理人市场价值的限定,不符合劳动力市场供给的规律。综上所述,已有文献虽然对限薪政策的有效性进行了广泛研究,但是并未涉及其对企业全要素生产率的影响。

(二)企业全要素生产率的影响因素研究

关于企业全要素生产率的影响因素,在宏观上,已有研究发现,金融摩擦通过扭曲企业进入和退出机制,导致生产要素错配,抑制企业全要素生产率,并成为国家之间全要素生产率、

^①新的“限薪令”于2014年颁布,2015年开始实施。

行业产出水平以及资本产出差异的主要原因 (Buera和Shin, 2011), 而金融发展通过“效率通道”和“技术通道”对全要素生产率产生水平效应和增长效应 (高伟生, 2018)。已有研究也表明, 政府的宏观政策也是影响企业全要素生产率的重要原因。所得税税率降低通过优化资源配置、缓解融资约束、增加研发投入和人力资本投入, 从而提升企业全要素生产率 (郑宝红和张兆国, 2018)。虽然税收优惠能够有效促进企业全要素生产率的提升, 但过度的税收优惠政策会抑制企业研发创新的投入, 不利于全要素生产率的提升 (杨莎莉等, 2019)。而R&D补贴通过寻租从总体上降低了企业全要素生产率, 且这种效应伴随补贴强度的增强而增强 (焦翠红和陈钰芬, 2018)。进一步地, 由于控制政策的出台使得两控区的生产成本高于非两控区, 从而阻碍了企业全要素生产率的提升; 而重点产业政策的实施导致资源错配, 企业出现过度投资和投资效率下降, 最终降低了企业全要素生产率 (张莉等, 2019)。在微观上, 已有研究发现, 资本错配、要素市场扭曲引发的资源配置效率损失导致全要素生产率下降 (黄贤环和王瑶, 2019), 而资本、劳动资源配置效率的提高和人才引进能够促进企业全要素生产率的提升 (Hsieh和Klenow, 2009)。劳动力成本的上升、品牌资本与R&D资本对企业全要素生产率的提高具有积极作用, 而商业信用能够通过管理营运资本、平滑现金流和创新投资提升企业全要素生产率 (肖文和薛天航, 2019)。企业R&D溢出、研发活动、技术开发和改造投入能够显著提升企业全要素生产率, 融资约束则显著降低了企业全要素生产率, 而政府补贴可抵消融资约束对企业全要素生产率的负面效应 (任曙明和吕镗, 2014)。

此外, 公司治理机制中薪酬制度设计对企业全要素生产率也产生重要影响。高管薪酬差距能够有效促进我国国有企业全要素生产率的持续增长 (高良谋和卢建词, 2015; 盛明泉等, 2019)。当企业内部薪酬差距越大时, 企业全要素生产率越高, 且这种正向关系仅在薪酬差距较低样本中显著 (黎文靖和胡玉明, 2012)。然而, 杨竹清和陆松开 (2018) 研究发现, 企业高管之间的薪酬差距、高管与员工之间的薪酬绝对差距都与企业全要素生产率显著正相关, 但高管与员工之间的薪酬相对差距与企业全要素生产率显著负相关, 并呈现倒U形关系。可见, 高管薪酬状况对企业全要素生产率的影响并没有达成一致的见解, 有必要进一步考察政府限薪政策对国有企业全要素生产率的影响。

三、理论分析与研究假设

依据科布道格拉斯生产函数 $Q=A \cdot L^\alpha \cdot K^\beta$ 的相关理论, Q 代表产量, L 代表企业劳动力的投入, K 代表企业生产过程中的资本投入, 而 A 则为企业的全要素生产率, 反映的是企业资本、劳动力、技术、管理、组织等要素的投入所形成的最大化产出。全要素生产率是相对于资本投入产出率、劳动力投入产出率等单要素生产率而言的, 其提升的关键在于资源配置效率的改善和科技进步 (盛明泉等, 2019)。而无论是资源配置的效率还是技术进步所带来的生产率的提高, 都离不开企业高管的行为决策。高管作为企业的核心成员, 决定着企业经营决策的方向和效果 (杨青等, 2018)。我国实施国有企业限薪政策的初衷是为了抑制被社会诟病已久的国有企业高管“天价薪酬”和畸高薪酬制度。然而, 事实上限薪政策的出台对国有企业高管行为产生了较大影响, 如国有企业高管的投融资决策、资金配置方向、资源配置效率和管理效率等。换言之, 政府限薪政策的出台会直接影响国有企业高管配置资源的效率和行为决策方式, 进而影响企业全要素生产率的提升。

首先, 全要素生产率的提升需要依赖资源的优化配置。在所有权和经营权相分离的现代公司制下, 代理问题的产生需要通过薪酬激励等形式加以缓解 (黄贤环等, 2019), 而限薪政策事

实上采用“一刀切”的政府干预方式强制调控国有企业高管薪酬(李燕萍等, 2010)。虽然其初衷是为了抑制国有企业高管“天价薪酬”和畸高薪酬的现象, 更好地维护社会公平, 但是这种行政干预的方式会严重挫伤国有企业高管的积极性。高管作为企业的核心力量, 其行为决策直接关系到企业经营的成败, 而全要素生产率的提升则依赖于企业资源配置效率的优化(盛明泉等, 2019)。限薪政策的出台降低了国有企业高管的货币薪酬和在职消费, 一方面, 国有企业高管得不到自身预期的薪酬待遇, 就很有可能产生消极懈怠的情绪, 不利于做出科学合理的财务决策, 也不利于资源的优化配置(常风林等, 2017; 杨青等, 2018)。换句话说, 限薪政策的出台降低了企业管理效率, 实质上降低了企业全要素生产率。另一方面, 限薪政策的出台, 降低了国有企业高管的可视化薪酬, 打击了高管的工作积极性。为了寻求既定的薪酬目标, 甚至超额报酬, 国有企业高管很有可能通过委托代理关系采取更多的权力寻租行为, 以提高自身的隐性薪酬(刘凤芹和于洪涛, 2019)。而这种权力寻租行为, 势必影响国有企业资源配置效率的优化, 甚至出现资源的错配现象, 从而不利于企业全要素生产率的提升。

其次, 全要素生产率的提升需要依赖科技进步。作为影响企业全要素生产率的研发创新具有三个重要特征: 一是高风险性, 企业研发创新活动的不确定性较高, 存在较高的失败风险; 二是长期性, 研发创新活动作为一项重要的投资活动, 研发周期一般比较长, 时间跨度大, 这也导致研发创新活动具有较大的不确定性和较高的风险; 三是资产专用性, 对研发创新活动的投入具有专用性, 使得企业研发创新活动的调整成本较大(张瑞君等, 2017)。然而, 限薪政策出台后, 国有企业高管会因为薪酬待遇的降低而不愿承担更多的风险, 从而减少具有高风险、高投入、长期性的研发创新活动, 这就会抑制企业全要素生产率的提升。

综上所述, 2009年“限薪令”、2012年“八项规定”以及2014年“限薪令”的出台不利于国有企业高管积极性的发挥, 可能会引发国有企业高管的权力寻租行为, 从而降低企业资源配置效率; 同时, 通过降低国有企业高管对风险的承担意愿, 减少具有高风险、高投入、长期性的研发创新的支出, 进而抑制企业技术进步, 不利于企业全要素生产率的提升。因此, 可以预期, 限薪政策的出台很有可能抑制国有企业全要素生产率的提升。基于以上分析, 本文提出以下假设:

假设1a: 2009年政府“限薪令”的出台抑制了国有企业全要素生产率的提升。

假设1b: 2012年政府“八项规定”的出台抑制了国有企业全要素生产率的提升。

假设1c: 2014年政府“限薪令”的出台抑制了国有企业全要素生产率的提升。

四、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

为检验本文研究假设, 我们选取2007-2017年沪深两市上市公司的数据, 运用DID研究方法实证检验限薪政策的出台对国有企业全要素生产率的影响。对于搜集的样本公司数据, 本文作如下处理: 剔除金融保险类样本; 剔除数据缺失的样本; 剔除资产负债率大于1的样本; 剔除ST类样本。经过以上处理, 本文最终获得了14 418个样本观测值, 以上研究数据主要从国泰安数据库中获取。本文同时对连续变量进行上下1%的缩尾处理, 以应对异常值带来的研究结果偏差问题。

(二) 变量界定

对于企业全要素生产率的测度, 当前学术界并没有形成统一的看法。全要素生产率测度方法主要包括参数法、半参数法和非参数法。其中, 参数法包括随机前沿函数分析法(SFA)和Solow余值法; 半参数法主要包括OP法和LP法等; 非参数法则主要包括数据包络分析法(DEA)和指数法。本文借鉴鲁晓东和连玉君(2012)等的研究, 采用OLS法拟合出实体企业全要

素生产率,以 Tfp 表示。采用OLS法主要考虑到该方法满足线性、无偏及方差最小性,可以比较简便地求得未知的数据,并使这些拟合的数据与实际数据之间误差的平方和最小。因此,在此模型下拟合出的企业全要素生产率比较准确。当然,为了保证研究结论的稳健性,在稳健性检验部分,采用Levinsohn和Petrin(2003)提出的LP法测算企业全要素生产率。在采用OLS法测算全要素生产率时,产出变量(Add)以营业收入取自然对数表示;劳动投入($Labor$)以企业职工人数取自然对数表示;资本投入($Capital$)以“购建固定资产、无形资产支付的现金与资产总额的比值”表示;中间投入($Material$)则以“购买商品、接受劳务支付的现金与资产总额的比值”表示。

由于我国2009年9月16日人力资源社会保障部会同其他部委下发了《关于进一步规范中央企业负责人薪酬管理的指导意见》;2012年12月4日中央出台“八项规定”;2014年8月29日,中央政治局审议通过《中央管理企业负责人薪酬制度改革方案》,并于2015年1月1日开始执行。因此,对于“限薪令”政策的测度,本文设置三个变量。针对2009年出台的“限薪令”政策,设置 $Post$ 变量,若处于2009年及之前取值为0,否则取值为1;同理,针对2012年出台的“八项规定”政策,设置变量 $Post0$,若处于2012年及之前, $Post0$ 取值为0,否则取值为1;针对2014年出台的“限薪令”政策,设置变量 $Post1$,若样本区间处于2014年及之前, $Post1$ 取值为0,否则取值为1。

借鉴郑宝红和张兆国(2018)、盛明泉等(2019)的研究,本文控制了企业规模、财务特征、公司治理特征以及年度和行业等因素对企业全要素生产率的影响。变量定义如表1所示:

表1 变量定义

变量名称	变量简称	变量解释
全要素生产率	Tfp	采用OLS回归测算企业全要素生产率
限薪令	$Post$	见正文解释
产权性质	Soe	若为国有控股企业,则取值为1,否则取值为0
企业规模	$Size$	以企业资产总额取自然对数表示
财务杠杆	Lev	通过“负债总额/资产总额”计算得到
企业发展能力	$Growth$	以营业收入增长率表示,通过“(本年营业收入-上年营业收入)/上年营业收入”计算得到
企业盈利能力	Roa	以总资产报酬率表示
自由现金流量	Fcf	通过“经营活动产生的现金净流量/资产总额”计算得到
二职合一	$Dual$	若董事长与总经理为同一人则取值为1,否则取值为0
净营运资本	$Wcapital$	通过“流动资产-流动负债”计算得到
沉没成本	Sco	通过“ $\ln(\text{资本性支出}/\text{职工人数}+1)$ ”计算得到
股权集中度	$First$	以“第一大股东持股比例”表示
独立董事规模	$Indirect$	通过“独立董事人数/董事会人数”求得
年度	$Year$	控制
行业	$Industry$	控制

(三) 模型设计

要考察限薪政策对企业全要素生产率的影响,最直接的办法是对比限薪政策出台之前和出台之后企业全要素生产率的变化,但是这种比较忽视了其他因素可能影响企业全要素生产率的变化。为了更好地评估三次限薪政策出台的政策效应,得到客观的政策评估结果,本文借鉴沈艺峰和李培功(2010)、常风林等(2017)的做法,采用DID法检验三次限薪政策对企业全要素生产率的影响。这种评估政策效应的方法能够消除其他共时性因素的干扰,得到比较准确的政策效应。为检验2009年“限薪令”对国有企业全要素生产率提升的影响,本文构建以下DID实证模型:

$$\begin{aligned}
Tfp = & \alpha_0 + \alpha_1 Post + \alpha_2 Soe + \alpha_3 Post \times Soe + \alpha_4 Size + \alpha_5 Lev + \alpha_6 Growth \\
& + \alpha_7 Roa + \alpha_8 Fcf + \alpha_9 Dual + \alpha_{10} Wcapital + \alpha_{11} Sco + \alpha_{12} First \\
& + \alpha_{13} Indirect + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon
\end{aligned} \tag{1}$$

其中,当 α_3 显著为负时,说明2009年限薪政策的出台抑制了国有企业全要素生产率的提升。同理,在考察2012年中央出台的“八项规定”和2014年出台的“限薪令”对国有企业全要素生产率的影响时,将模型中 $Post$ 分别替换为 $Post0$ 和 $Post1$ 重新进行DID检验。

五、实证分析

(一) 描述性统计分析

表2报告了变量描述性统计结果。从表2中可以看出, Tfp 的最大值为6.777,最小值为-11.552,均值为0.013,可见,样本公司全要素生产率存在较大差异。从 $Post$ 变量来看,有78.5%的样本受到2009年“限薪令”的影响,有45.3%的样本受到2012年“八项规定”的影响,有17.3%的样本受到2014年“限薪令”的影响;而从 Soe 变量看,有45.5%的变量为国有企业。此外,样本公司财务杠杆、成长性、盈利能力、现金流状况、净营运资本、沉没成本以及股权集中度都存在较大差异,这可能导致这些因素对企业全要素生产率的影响存在较大差异。

表2 变量描述性统计

variable	N	mean	sd	min	p25	p50	p75	max
Tfp	14 418	0.013	0.910	-11.552	-0.100	0.147	0.366	6.777
$Post$	14 418	0.785	0.411	0.000	1.000	1.000	1.000	1.000
$Post0$	14 418	0.453	0.498	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
$Post1$	14 418	0.173	0.379	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
Soe	14 418	0.455	0.498	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
$Size$	14 418	21.659	1.144	16.727	20.862	21.524	22.265	28.251
Lev	14 418	0.401	0.216	0.000	0.226	0.391	0.563	0.998
$Growth$	14 418	0.320	0.939	-0.713	-0.056	0.107	0.367	6.872
Roa	14 418	0.039	0.054	-0.169	0.013	0.036	0.066	0.209
Fcf	14 418	0.041	0.093	-2.060	-0.002	0.038	0.085	1.093
$Dual$	14 418	1.769	0.422	1.000	2.000	2.000	2.000	2.000
$Wcapital$	14 418	0.184	0.264	-0.875	0.007	0.169	0.359	0.972
Sco	14 418	10.341	1.749	0.470	9.461	10.532	11.450	17.287
$First$	14 418	0.359	0.150	0.022	0.240	0.341	0.466	0.891
$Indirect$	14 418	0.368	0.053	0.091	0.333	0.333	0.400	0.800

(二) 实证结果分析

表3报告了2009年“限薪令”、2012年“八项规定”以及2014年“限薪令”分别对国有企业全要素生产率影响的实证结果。从回归结果(1)和(2)可以看出,交乘项 $Post \times Soe$ 的回归系数分别为-0.112、-0.114,且都在1%的水平上显著。这表明人力资源社会保障部协同其他五部委出台的《关于进一步规范中央企业负责人薪酬管理的指导意见》显著抑制了国有企业全要素生产率的提升。从回归结果(3)和(4)可以看出, $Post \times Soe$ 的回归系数分别为-0.211和-0.203,都在1%的水平上显著。这也表明2012年中央出台的“八项规定”对国有企业负责人薪酬和在职消费等的规定,在一定程度上抑制了国有企业全要素生产率的提升。从回归结果(5)和(6)则可知,交乘项 $Post \times Soe$ 的回归系数分别为-0.176和-0.157,且都在1%的水平上显著。这也表明2014年中共中

央关于《中央管理企业负责人薪酬制度改革方案》的出台也在一定程度上抑制了国有企业全要素生产率的提升。从以上回归结果可知,中央对国有企业高管限薪政策在一定程度上打击了国有企业高管的积极性,抑制了国有企业全要素生产率的提升。限薪政策的初衷是为了应对经济下行背景下被人们长期诟病的国有企业高管“天价薪酬”制度和国有企业内部薪酬差距过大的问题。限薪政策的出台有利于防止国有企业内部薪酬差距拉大,尽可能实现社会公平,使更多人享受社会进步和经济社会发展带来的红利。然而,三次限薪政策的出台都属于政府行政干预行为,这种行为虽然可以在一定程度上弥补市场失灵带来的问题,但同时也对国有企业高管工作的积极性及其行为决策产生重要影响,在一定程度上降低了国有企业管理效率,抑制国有企业高管工作积极性及其聪明才智的发挥,进而不利于国有企业全要素生产率的提升。因此,在实现经济高质量发展过程中,一方面国有资产监督管理委员会等监管部门应该进一步完善国有企业高管薪酬制度,既要兼顾社会公平还应有利于提升企业全要素生产率;另一方面,在降低国有企业高管薪酬激励的同时,应有效发挥其他激励措施的作用,如晋升激励和股权激励等,以此缓解薪酬降低对国有企业高管积极性的影响。

表3 主检验结果

	2009年“限薪令”		2012年“八项规定”		2014年“限薪令”	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Post</i>	-0.213*** (-13.877)	-0.121*** (-6.811)	-0.258*** (-14.676)	-0.159*** (-8.851)	-0.233*** (-8.331)	-0.125*** (-4.584)
<i>Soe</i>	0.078*** (5.595)	0.099*** (6.542)	0.075*** (5.309)	0.084*** (5.359)	0.037** (2.380)	0.046*** (2.758)
<i>Post×Soe</i>	-0.112*** (-4.542)	-0.114*** (-4.431)	-0.211*** (-6.147)	-0.203*** (-5.890)	-0.176*** (-3.114)	-0.157*** (-2.820)
<i>Size</i>		-0.049*** (-4.938)		-0.036*** (-3.660)		-0.055*** (-5.664)
<i>Lev</i>		1.051*** (13.920)		0.930*** (12.393)		1.053*** (13.913)
<i>Growth</i>		-0.066*** (-6.814)		-0.064*** (-6.568)		-0.065*** (-6.622)
<i>Roa</i>		2.349*** (13.491)		2.140*** (12.281)		2.321*** (13.314)
<i>Fc</i>		0.784*** (4.907)		0.810*** (5.178)		0.852*** (5.384)
<i>Dual</i>		0.019 (1.159)		0.017 (1.046)		0.022 (1.346)
<i>Wcapital</i>		0.651*** (13.262)		0.582*** (11.836)		0.623*** (12.592)
<i>Sco</i>		0.012** (2.152)		0.001 (0.161)		0.011** (2.003)
<i>Frst</i>		0.344*** (6.541)		0.334*** (6.393)		0.340*** (6.444)
<i>Indirect</i>		-0.362** (-2.535)		-0.338** (-2.383)		-0.395*** (-2.763)
<i>Year</i>	yes	yes	yes	yes	yes	yes
<i>Industry</i>	yes	yes	yes	yes	yes	yes
<i>Cons</i>	0.181*** (15.933)	0.367* (1.816)	0.132*** (14.398)	0.241 (1.211)	0.047*** (5.301)	0.437** (2.177)
<i>N</i>	14 418	14 418	14 418	14 418	14 418	14 418
<i>R²_a</i>	0.016	0.078	0.039	0.090	0.017	0.078

注:括号内为经Robust调整后的t值,*、**、***分别表示回归系数在10%、5%、1%的水平上显著。*Post*分别对应2009年“限薪令”*Post*、2012年“八项规定”*Post0*、2014年“限薪令”*Post1*三个变量。下同。

由于使用双重差分法进行政策效应评估时需考虑平衡性假设要求,因此有必要对数据进行平衡性假设检验。考虑到平衡性假设检验至少需要前后各三期的数据,而2009年政策实施之前的数据不足三年,2014年政策实施之后,2017年的数据观测值较少,难以进行平衡性检验。因此,本部分仅针对2012年限薪政策效应评估进行平衡性假设检验。具体检验结果如表4所示。从表4中可以看出,以2012年限薪政策出台为分界点,该政策实施之前三年 Pre_2009 、 Pre_2010 、 Pre_2011 各自回归系数都为正,而政策当期及其之后的三年 $Time_2013$ 、 $Time_2014$ 、 $Time_2015$ 的回归系数都为负,说明2012年政策出台是影响国有企业全要素生产率的一个重要分界点,研究样本数据基本符合平衡性假设的要求,可以进行DID分析。

(三) 稳健性分析

1. 替换关键变量的测度方法

为保证研究结论的稳健性,本文借鉴鲁晓东和连玉君(2012)、任曙明和吕镛(2014)等的研究,采用Levinsohn和Petrin(2003)提出的LP法测算实体企业全要素生产率。具体地,在采用LP法测算实体企业全要素生产率时,产出变量(Add)以营业收入取自然对数表示;劳动投入(Labor)以企业职工人数取自然对数表示;资本投入(Capital)以“购建固定资产、无形资产支付的现金与资产总额的比值”表示;中间投入(Material)则以“购买商品、接受劳务支付的现金与资产总额的比值”表示。LP法的好处在于能够有效解决数据丢失、避免数据截断问题,而且中间投入的调整成本较小,能更好地反映生产率的变化(任曙明和吕镛,2014)。因此,借助LP法重新测算企业全要素生产率,并重新进行DID检验。表5报告了改变全要素生产率测度方法的回归结果。从回归结果(2)、(4)、(6)可以看出,即便改变全要素生产率的测度方法,交乘项 $Post \times Soe$ 的回归系数都依然在1%的水平上显著为负,这进一步表明,2009年《关于进一步规范中央企业负责人薪酬管理的指导意见》、2012年中央出台的“八项规定”以及2014年中央出台的《中央管理企业负责人薪酬制度改革方案》对国有企业全要素生产率的提升都存在显著的抑制作用。这与主检验的研究结论一致。

2. 采用面板固定效应模型

前文采用的是OLS回归,此处采用面板固定效应模型进行检验。表6报告了采用面板固定效应模型进行稳健性检验的结果。从表6中回归结果可以看出,交乘项 $Post \times Soe$ 的回归系数为-0.081,在5%的水平上显著;交乘项 $Post0 \times Soe$ 的回归系数为-0.128,在1%的水平上显著;交乘项 $Post1 \times Soe$ 的回归系数为-0.087,在5%的水平上显著。可见,无论是2009年“限薪令”、2012年“八项规定”,还是2014年“限薪令”的出台,都显著抑制了国有企业全要素生产率的提升。这与前文主检验结论一致,说明假设得到进一步验证。

表4 平衡性检验

	(1)
<i>Post</i>	0.127*** (3.107)
<i>Soe</i>	0.027 (0.846)
<i>Pre_2009</i>	0.038 (0.982)
<i>Pre_2010</i>	0.093** (2.391)
<i>Pre_2011</i>	0.090** (2.519)
<i>Current_2012</i>	-0.071 (-1.168)
<i>Time_2013</i>	-0.115* (-1.931)
<i>Time_2014</i>	-0.184*** (-2.839)
<i>Time_2015</i>	-0.098 (-1.619)
<i>Size</i>	-0.029*** (-2.902)
<i>Lev</i>	0.846*** (11.366)
<i>Growth</i>	-0.064*** (-6.606)
<i>Roa</i>	2.104*** (12.116)
<i>Fcf</i>	0.799*** (5.069)
<i>Dual</i>	0.011 (0.702)
<i>Wcapital</i>	0.548*** (11.189)
<i>Sco</i>	-0.002 (-0.421)
<i>First</i>	0.323*** (6.204)
<i>Indirect</i>	-0.325** (-2.292)
<i>cons</i>	0.233 (1.170)
<i>N</i>	14 418
R^2_a	0.099

表 5 替换全要素生产率测度方法的稳健性检验结果

	2009年“限薪令”		2012年“八项规定”		2014年“限薪令”	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Post</i>	-0.273*** (-8.547)	-0.212*** (-8.308)	-0.231*** (-8.758)	-0.193*** (-8.805)	-0.175*** (-4.755)	-0.144*** (-4.501)
<i>Soe</i>	0.460*** (12.525)	0.089*** (3.358)	0.603*** (23.572)	0.092*** (4.289)	0.580*** (24.694)	0.034 (1.593)
<i>Post×Soe</i>	0.091** (1.965)	-0.150*** (-4.212)	-0.187*** (-3.845)	-0.305*** (-7.586)	-0.220*** (-2.945)	-0.257*** (-4.013)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	yes	yes	yes	yes	yes	yes
<i>Industry</i>	yes	yes	yes	yes	yes	yes
<i>Cons</i>	15.768*** (555.871)	3.590*** (15.188)	15.655*** (918.738)	3.451*** (14.842)	15.572*** (1 090.632)	3.721*** (15.829)
<i>N</i>	14 418	14 418	14 418	14 418	14 418	14 418
<i>R²_a</i>	0.047	0.385	0.057	0.392	0.049	0.383

表 6 采用面板固定效应模型的稳健性检验结果

	(1)	(2)	(3)
	2009年“限薪令”	2012年“八项规定”	2014年“限薪令”
<i>Post</i>	-0.116***(-4.081)	-0.210***(-10.130)	-0.116***(-4.739)
<i>Soe</i>	-0.069(-1.078)	-0.099*(-1.649)	-0.097(-1.612)
<i>Post×Soe</i>	-0.081**(-2.377)	-0.128***(-4.759)	-0.087**(-2.456)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制
<i>Year</i>	yes	yes	yes
<i>Industry</i>	yes	yes	yes
<i>Cons</i>	3.775*** (9.635)	3.028*** (7.891)	4.206*** (10.978)
<i>N</i>	14 418	14 418	14 418
<i>R²</i>	0.094	0.111	0.092

六、进一步分析

上述研究已表明2009年、2012年以及2014年限薪政策对国有企业全要素生产率的提升均存在显著的抑制作用。宏观经济政策对微观企业的作用效果会受到不同横截面特征的影响,导致宏观经济政策作用于不同微观企业的效果存在一定的差异。而企业规模和企业成长性作为企业最基本的横截面特征,唐曼萍和李后建(2019)研究发现,企业规模对最低工资标准变化与企业研发投入的关系存在显著调节作用。此外,企业成长性对高管激励与研发创新投入的关系存在显著的调节作用(康华等,2016),而Baker等(1988)研究也发现,高管激励效果对企业成长性存在较高的要求。换句话说,企业规模差异以及成长性差异很可能影响不同高管薪酬下企业全要素生产率的变化。为此,本部分将重点考察企业规模、企业成长性分别对限薪政策与企业全要素生产率关系的影响。

(一) 考察国有企业规模异质性

企业的核心竞争力在于人力资本,而优秀的管理团队能够为企业作出科学的经济决策,包括融资决策、投资决策以及经营管理的相关决策,这些决策是否科学关系到企业的发展方向 and 发展的可持续性。管理层自身所具备的学识、丰富的经验、良好的心理素质等综合素养以及管

理层所具备的积极情绪能够较好地提升企业的全要素生产率,促进企业的发展。而企业规模差异在一定程度上影响到高管职能发挥以及晋升的渠道和可能性。企业规模作为企业最基本的特征之一,对限薪政策与企业全要素生产率关系的影响可能存在差异。首先,相对于规模较小的国有企业,规模较大的国有企业拥有更加庞大的人才团队,除了职能部门的管理团队之外,还包括生产、研发、销售等各方面的优秀人才。相反,对于规模较小的国有企业而言,由于规模较小,业务较少,市场份额较低,其所拥有的人才团队相对较小,有关的决策或者企业发展的主要推力都集中在优秀的管理层。这就使得规模较小企业的高管在国有企业内部显得尤为重要,一旦高管的诉求得不到满足,就很可能打击高管的积极性,进而影响企业整体的发展。其次,规模较小的国有企业,高管晋升空间有限,晋升激励的效果不足,而此时限薪政策的出台又会使得薪酬激励这一激励措施受限,致使规模较小企业的高管积极性受到更大的打击,不利于高管做出科学的经济决策。相反,在规模较大的国有企业中,限薪政策出台虽然也打击了高管积极性,但是规模较大企业具有更多的管理岗位,能够给予高管更好的晋升激励,此时限薪政策对国有企业高管工作积极性的抑制作用可能并不明显,对企业资源配置效率影响也较小。因此可以预期,相对于规模较大的国有企业,限薪政策出台对规模较小的国有企业全要素生产率提升的影响更明显。为验证以上预期,下文将按照分行业分年度的企业规模的均值进行分组,分别考察三次限薪政策对不同规模国有企业全要素生产率的影响。

表7报告了2009年“限薪令”对不同规模国有企业全要素生产率的影响。从表7中回归结果(2)和(4)可以看出,无论是规模较大组还是规模小组, $Post \times Soe$ 的回归系数都在1%的水平上显著为负,通过似不相关估计Suest检验发现系数不存在显著差异。这表明2009年“限薪令”对这两类样本企业全要素生产率都存在显著的抑制作用,但其作用强度不存在显著差异。这有可能是因为2009年限薪政策从薪酬结构、薪酬水平、薪酬支付、在职消费等维度对国有企业高管薪酬进行了严格的限制,这就对以“薪酬—业绩”挂钩的薪酬激励机制产生了较大冲击,导致对两种规模下的国有企业全要素生产率都存在抑制效应。

表7 考查不同规模下2009年“限薪令”的实证结果

	规模较大组		规模小组	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Post</i>	-0.247***(-9.54)	-0.139***(-4.90)	-0.193***(-10.14)	-0.155***(-7.52)
<i>Soe</i>	0.097***(4.62)	0.110***(5.07)	0.043**(2.21)	0.052***(2.64)
<i>Post×Soe</i>	-0.084**(-2.34)	-0.117***(-3.08)	-0.128***(-3.63)	-0.108***(-3.00)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	yes	yes	yes	yes
<i>Industry</i>	yes	yes	yes	yes
<i>Cons</i>	0.197*** (10.71)	-0.356***(-2.61)	0.171*** (11.87)	-0.737***(-6.48)
<i>N</i>	6 708	6 708	7 710	7 710
R^2_a	0.018	0.077	0.014	0.083

表8报告了2012年“八项规定”出台对不同规模国有企业全要素生产率的影响。从表8中可以看出,交乘项 $Post0 \times Soe$ 的回归结果都在1%的水平上显著为负,但通过似不相关估计检验发现系数不存在显著差异。这说明2012年中央出台的“八项规定”无论对规模较大的国有企业还是规模较小的国有企业全要素生产率的抑制作用都很显著,且作用强度不存在显著差异。这有

可能是因为在2009年限薪政策与2012年“八项规定”双重限薪政策的叠加下,高管薪酬和在职消费受到严重抑制,使得无论规模较大还是规模较小的国有企业,其全要素生产率的提升都受到抑制。

表8 考查不同规模下2012年“八项规定”的实证结果

	规模较大组		规模较小组	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Post0</i>	-0.309***(-10.24)	-0.228***(-7.37)	-0.227***(-10.59)	-0.139***(-6.40)
<i>Soe</i>	0.093***(4.47)	0.080***(3.48)	0.037*(1.85)	0.057***(1.85)
<i>Post0×Soe</i>	-0.172***(-3.50)	-0.170***(-3.46)	-0.227***(-4.53)	-0.222***(-4.46)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	yes	yes	yes	yes
<i>Industry</i>	yes	yes	yes	yes
<i>Cons</i>	0.150*** (9.84)	-0.105(-0.74)	0.122*** (10.61)	-0.707***(-6.08)
<i>N</i>	6 708	6 708	7 710	7 710
<i>R²_a</i>	0.046	0.094	0.034	0.091

表9报告了2014年“限薪令”的出台对不同规模国有企业全要素生产率的影响。从表9中回归结果(2)可以看出,交乘项*Post1×Soe*的回归系数为-0.063,未能通过显著性检验;回归结果(4)中交乘项*Post1×Soe*的回归系数则为-0.248,在1%的水平上显著。以上实证结果表明,2014年中央出台的“限薪令”对规模较小的国有企业全要素生产率的抑制作用更加明显,说明由于规模较小的企业在限薪政策下激励措施有限,限薪导致高管积极性受到打击,不利于资源配置效率的提升和技术进步,进而对企业全要素生产率提升的抑制作用更加明显。

表9 考查不同规模下2014年“限薪令”的实证结果

	规模较大组		规模较小组	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Post1</i>	-0.321***(-6.49)	-0.218***(-4.42)	-0.177***(-5.35)	-0.100***(-3.14)
<i>Soe</i>	0.054** (2.39)	0.034 (1.35)	0.006 (0.27)	0.019 (0.83)
<i>Post1×Soe</i>	-0.069(-0.86)	-0.063(-0.79)	-0.258***(-3.06)	-0.248***(-2.97)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	yes	yes	yes	yes
<i>Industry</i>	yes	yes	yes	yes
<i>Cons</i>	0.057*** (3.78)	-0.357***(-2.58)	0.042*** (3.77)	-0.834***(-7.30)
<i>N</i>	6 708	6 708	7 710	7 710
<i>R²_a</i>	0.020	0.077	0.015	0.082

(二) 考察国有企业成长异质性

已有研究发现,成长性差异会影响企业对高管的激励效果以及高管激励与研发投入之间的关系(Baker等,1988;康华等,2016),表明针对不同成长性的企业,其实施的激励措施对管理层工作的积极性以及对研发创新投入等财务决策的影响有所不同。企业需要有比较精明、能干的高管引领其发展。高管作为企业核心成员,其能力、素质尤其是意志直接影响着企业的发展方向和发展潜力,因为高管自身综合素质对于企业投融资决策和运营活动产生直接影响。相对于成长性较差的企业,高管个人能力、素质及其意志在成长性较好的企业中能够发挥更大的作用。企业成长性的强弱主要依赖于研发创新投入以及新产品开发等关键事项上,这就意味着成

成长性较高的企业事实上也面临更大的风险,而全要素生产率反映的是企业综合投入产出率,是企业全部要素投入后的综合产出状况。限薪政策的出台抑制了高管薪酬,使得高管在没有得到与其才能和职位相匹配的薪酬待遇时产生心理落差和消极心态,以至于高管在企业的重大决策中可能不愿冒更大的风险,并尽可能规避风险,从而对研发投入之类的高风险项目不会过多关注,而这直接影响全要素生产率的提升。相反,对于成长性较差的企业,其背后预示着较少的研发创新投入和更低的风险。因此,可以预期,在成长性较好的企业,限薪政策对其全要素生产率提升的抑制作用更加明显。为检验以上预期,下文将按照分行业分年度企业成长性的均值进行分组,分别考察三次限薪政策对企业全要素生产率的影响。

表10报告了2009年“限薪令”对不同成长性企业全要素生产率影响的实证结果。从表10中回归结果(2)和(4)可以看出,相对于成长性较低的国有企业,2009年限薪政策对成长性较高组全要素生产率的抑制作用更加明显。这说明在成长性较高的企业,限薪政策直接导致高管不愿冒研发创新失败的风险,进而抑制了企业研发创新等方面的投入,不利于企业全要素生产率的提升。

表 10 考查不同成长性下2009年“限薪令”的实证结果

	成长性较高组		成长性较低组	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Post</i>	-0.195***(-9.03)	-0.097***(-3.91)	-0.229***(-10.45)	-0.146***(-5.71)
<i>Soe</i>	0.062*** (3.05)	0.095*** (4.26)	0.083*** (4.36)	0.090*** (4.31)
<i>Post×Soe</i>	-0.120***(-3.50)	-0.129***(-3.61)	-0.095***(-2.70)	-0.088**(-2.42)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	yes	yes	yes	yes
<i>Industry</i>	yes	yes	yes	yes
<i>Cons</i>	0.149*** (9.14)	0.448 (1.59)	0.211*** (13.47)	0.260 (0.89)
<i>N</i>	7 197	7 197	7 221	7 221
<i>R²_a</i>	0.013	0.086	0.017	0.067

表11报告了2012年“八项规定”出台对不同成长性国有企业全要素生产率提升的影响。从回归结果(2)和(4)可以看出,无论是成长性较高组还是较低组,2012年“八项规定”出台对两类国有企业全要素生产率的抑制作用都在1%的水平上显著,而通过似不相关估计检验发现系数不存在显著差异。这可能是因为,2012年“八项规定”的出台对国有企业负责人在职消费的限制效果比较一致,都在很大程度上降低了高管的积极性,抑制了国有企业高管才能的发挥,进而显著抑制全要素生产率的提升。这也凸显出国有企业高管非常重视在职消费给自身带来的利益,而一旦在职消费受到抑制,必然大降低国有企业高管工作的积极性和对风险的承担意愿。

表12报告了2014年“限薪令”对不同成长性企业全要素生产率影响的实证结果。回归结果(2)显示,交乘项 $Post \times Soe$ 的回归系数为-0.153,在5%的水平上显著,而回归结果(4)中交乘项 $Post \times Soe$ 的回归系数为-0.146,在10%的水平上显著。这表明2014年“限薪令”的出台,对成长性较高组全要素生产率的抑制作用更加明显。这可能是因为,2014年中央出台的《中央管理企业负责人薪酬制度改革方案》对国有企业高管薪酬的管制加强,而在成长性较高企业更需要卓越的高管引领企业发展时,由于限薪政策的出台会驱使高管减少研发创新这类高风险和高投

入的项目,同时降低对组织、管理、技术、创新等要素投入的关注,而把更多的精力集中于获取管理权私利。

表 11 考查不同成长性下2012年“八项规定”的实证结果

	成长性较高组		成长性较低组	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Post0</i>	-0.254***(-10.81)	-0.144***(-5.93)	-0.259***(-9.79)	-0.179***(-6.77)
<i>Soe</i>	0.048**(2.41)	0.074*** (3.34)	0.094*** (4.81)	0.083*** (3.77)
<i>Post0×Soe</i>	-0.212***(-4.58)	-0.220***(-4.78)	-0.205***(-4.03)	-0.172***(-3.35)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	yes	yes	yes	yes
<i>Industry</i>	yes	yes	yes	yes
<i>Cons</i>	0.120*** (9.23)	0.350 (1.27)	0.144*** (11.11)	0.100 (0.35)
<i>N</i>	7 197	7 197	7 221	7 221
<i>R²_a</i>	0.040	0.099	0.038	0.077

表 12 考查不同成长性下2014年“限薪令”的实证结果

	成长性较高组		成长性较低组	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Post1</i>	-0.227***(-6.41)	-0.106***(-3.06)	-0.236***(-5.24)	-0.153***(-3.55)
<i>Soe</i>	0.000(0.01)	0.024(1.00)	0.066*** (3.04)	0.060** (2.55)
<i>Post1×Soe</i>	-0.136*(-1.85)	-0.153**(-2.12)	-0.210**(-2.41)	-0.146*(-1.68)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	yes	yes	yes	yes
<i>Industry</i>	yes	yes	yes	yes
<i>Cons</i>	0.034*** (2.69)	0.491* (1.75)	0.062*** (4.82)	0.348 (1.21)
<i>N</i>	7 197	7 197	7 221	7 221
<i>R²_a</i>	0.015	0.086	0.017	0.067

七、研究结论与政策建议

自2009年出台《关于进一步规范中央企业负责人薪酬管理的指导意见》、2012年中央出台“八项规定”和2014年《中央管理企业负责人薪酬制度改革方案》三次限薪政策以来,国有企业高管薪酬改革的有效性一直备受关注。与现有文献关注限薪政策对国有企业高管薪酬提升是否存在抑制作用或者从国有企业高管薪酬视角判断“限薪令”的效果不同,本文通过选取2007–2017年我国沪深两市上市公司的数据,考察限薪政策对国有企业全要素生产率的影响。研究表明:(1)2009年、2012年以及2014年出台的限薪政策都显著抑制了国有企业全要素生产率的提升;(2)无论是规模较大的国有企业还是规模较小的国有企业,2009年和2012年限薪政策的出台都显著抑制了全要素生产率的提升,但2014年限薪政策仅对规模较小的国有企业存在显著抑制作用;(3)2009年“限薪令”与2014年“限薪令”对成长性较高企业的全要素生产率的抑制作用更加明显,但2012年“八项规定”则对成长性较高组和较低组国有企业全要素生产率的抑制作用一致。本文的研究结果能够为更加科学地评估限薪政策的有效性及其经济后果提供必要的理论参考,同时具有较好的现实意义。值得注意的是,本文虽然得出限薪政策抑制了国有企业全要素生产率的提升,但并不否认限薪政策的积极效果。

鉴于以上研究结论,本文提出以下政策建议:(1)围绕有助于提升全要素生产率制定合理的薪酬制度,并以晋升激励与股权激励替代薪酬激励。一方面,限薪政策作为有效应对市场失灵导致的国有企业“天价薪酬”和被人们长期诟病的国有企业薪酬制度的政府干预行为,能够降低薪酬差距,促进社会公平,因此,需要辩证客观地看待限薪政策,扬长避短。政府有关部门应结合国有企业的特殊性和与高管薪酬的契约,制定更加合理的高管薪酬制度,在限薪与激发高管积极性和创造力之间实现权衡,比如参考职业经理人市场薪酬待遇,同时兼顾国有企业经营绩效;另一方面,在弱化薪酬激励的情形下,应该积极强化对高管的晋升激励和股权激励,以缓解由于薪酬激励下降导致国有企业高管在行为决策中代理问题的加剧,以便更好地激发高管才能,促进国有企业全要素生产率的提升。(2)强化国有企业内部监督和约束机制,促进企业全要素生产率的提升。在对国有企业高管限薪的同时,还应对国有企业高管的行为决策进行必要的约束和监督。这就要求强化董事会、监事会和企业内部相关委员会对高管财务决策的监督和制约,尤其涉及企业长远发展的研发创新投资、人力资源培育等经营管理决策,以便更好地促进企业资源配置效率的提升和技术进步,实现企业全要素生产率的提升,增强企业长期竞争力。(3)为了有效应对限薪政策对国有企业全要素生产率的影响,还应考虑国有企业规模和成长性差异。在企业规模和成长性的横截面特征差异下限薪政策对企业全要素生产率影响的研究表明,宏观经济政策在不同横截面特征下对微观企业的作用效果存在差异。在评估限薪政策出台后的经济后果时还应考虑企业规模和成长性差异,以便更有针对性地改进国有企业高管激励策略。例如,在规模较大的企业具有更多管理岗位,可以积极发挥晋升激励对高管的激励效果;而在成长性较低的企业应强化对高管研发创新活动的激励,将高管的奖励机制与研发创新活动成果挂钩。

主要参考文献:

- [1] 常凤林,周慧,岳希明. 国有企业高管“限薪令”有效性研究[J]. 经济学动态,2017,(3).
- [2] 高良谋,卢建词. 内部薪酬差距的非对称激励效应研究——基于制造业企业数据的门限面板模型[J]. 中国工业经济,2015,(8).
- [3] 高伟生. 金融摩擦、资本误配与全要素生产率[J]. 中国经济问题,2018,(2).
- [4] 黄贤环,王瑶. 实体企业资金“脱实向虚”与全要素生产率提升:“抑制”还是“促进”[J]. 山西财经大学学报,2019,(10).
- [5] 黄贤环,王瑶. 谁更过度金融化:业绩上升企业还是业绩下滑企业?[J]. 上海财经大学学报,2019,(1).
- [6] 焦翠红,陈钰芬. R&D补贴、寻租与全要素生产率提升[J]. 统计研究,2018,(12).
- [7] 康华,扈文秀,吴祖光,等. 晋升激励、成长性与创业板上市公司研发投入[J]. 科研管理,2016,(10).
- [8] 黎文靖,胡玉明. 国企内部薪酬差距激励了谁?[J]. 经济研究,2012,(12).
- [9] 李燕萍,张海雯,贺欢. 金融上市企业高管人力资本对其薪酬的影响——兼评“限薪令”[J]. 经济管理,2010,(6).
- [10] 刘凤芹,于洪涛. 管理层权力、高管薪酬与“限薪令”的政策效果[J]. 社会科学战线,2019,(4).
- [11] 鲁晓东,连玉君. 中国工业企业全要素生产率估计:1999-2007[J]. 经济学(季刊),2012,(2).
- [12] 梅洁. 国有控股公司管理层报酬的政策干预效果评估——基于“限薪令”和“八项规定”政策干预的拟自然实验[J]. 证券市场导报,2015,(12).
- [13] 牟韶红,李启航,陈汉文. 内部控制、产权性质与超额在职消费——基于2007-2014年非金融上市公司的经验研究[J]. 审计研究,2016,(4).
- [14] 任曙明,吕镛. 融资约束、政府补贴与全要素生产率——来自中国装备制造企业的实证研究[J]. 管理世界,2014,(11).

- [15] 沈艺峰,李培功.政府限薪令与国有企业高管薪酬、业绩和运气关系的研究[J].中国工业经济,2010,(11).
- [16] 盛明泉,张娅楠,蒋世战.高管薪酬差距与企业全要素生产率[J].河北经贸大学学报,2019,(2).
- [17] 唐曼萍,李后建.企业规模、最低工资与研发投入[J].研究与发展管理,2019,(1).
- [18] 田妮,张宗益.“限薪令”会产生作用吗?——一个基于不完全契约视角的理论分析[J].管理评论,2015,(4).
- [19] 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].现代财经,2016,(9).
- [20] 肖文,薛天航.劳动力成本上升、融资约束与企业全要素生产率变动[J].世界经济,2019,(1).
- [21] 杨青,王亚男,唐跃军.“限薪令”的政策效果:基于竞争与垄断性央企市场反应的评估[J].金融研究,2018,(1).
- [22] 杨莎莉,张平竺,游家兴.税收优惠对企业全要素生产率的激励作用研究——基于供给侧结构性改革背景[J].税务研究,2019,(4).
- [23] 杨竹清,陆松开.企业内部薪酬差距、股权激励与全要素生产率[J].商业研究,2018,(2).
- [24] 张莉,朱光顺,李世刚,等.市场环境、重点产业政策与企业生产率差异[J].管理世界,2019,(3).
- [25] 张楠,卢洪友.薪酬管制会减少国有企业高管收入吗——来自政府“限薪令”的准自然实验[J].经济动态,2017,(3).
- [26] 张瑞君,徐鑫,王超恩.大股东股权质押与企业创新[J].审计与经济研究,2017,(4).
- [27] 郑宝红,张兆国.企业所得税率降低会影响全要素生产率吗?——来自我国上市公司的经验证据[J].会计研究,2018,(5).
- [28] Baker G P, Jensen M C, Murphy K J. Compensation and incentives: Practice vs. theory[J]. *The Journal of Finance*, 1988, 43(3): 593-616.
- [29] Buera F J, Shin Y. Self-insurance vs. self-financing: A welfare analysis of the persistence of shocks[J]. *Journal of Economic Theory*, 2011, 146(3): 845-862.
- [30] Frydman C, Molloy R. Pay cuts for the boss: Executive compensation in the 1940s[J]. *The Journal of Economic History*, 2012, 72(1): 225-251.
- [31] Hsieh C T, Klenow P J. Misallocation and manufacturing TFP in China and India[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 2009, 124(4): 1403-1448.
- [32] Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4): 305-360.
- [33] Jensen M C, Murphy K J. Performance pay and top-management incentives[J]. *Journal of Political Economy*, 1990, 98(2): 225-264.
- [34] Levinsohn J, Petrin A. Estimating production functions using inputs to control for unobservables[J]. *The Review of Economic Studies*, 2003, 70(2): 317-341.

Does the State-owned Enterprise Salary Limit Suppress the Promotion of Total Factor Productivity?

Huang Xianhuan, Wang Yao

(School of Accounting, Shanxi University of Finance and Economics, Shanxi Taiyuan 030006, China)

Summary: Based on the sample data of Listed Companies in Shanghai and Shenzhen from 2007 to 2017, this paper focuses on the impact of the government's salary limit policy on the improvement of total factor productivity (TFP) of state-owned enterprises. The results show that: The three salary limit policies have significantly inhibited the promotion of TFP in state-owned

enterprises; at the same time, when examining the scale difference, it is found that the “Salary Limit Order” in 2009 and the “Eight Regulations” in 2012 have a significant negative effect on TFP in state-owned enterprises, but the 2014 salary limit policy has only significantly inhibited TFP in small sample companies; when investigating the growth difference, it is found that the inhibition effect of 2009 and 2014 salary limit policies on the promotion of TFP of the sample companies with better growth is more obvious, while the inhibition effect of 2012 “Eight Regulations” on TFP of the group with higher growth is significantly consistent with that of the group with lower growth.

The possible contributions of this paper are as follows: It lays a theoretical foundation for the study of the economic consequences of the salary limit policy, and provides a methodological reference; it provides a new perspective for the study of the economic consequences of the government’s salary limit policy for state-owned enterprises, and reveals more comprehensively the rationality and effectiveness behind the “Salary Limit Order” and the impact of macro policies on micro enterprises; it shows the differences of the influence of cross-section differences on TFP of state-owned enterprises, and provides necessary theoretical reference for the government to study the influence of the pay limit policy on TFP of state-owned enterprises from multiple aspects and perspectives.

The enlightenment of this paper is that: The government should balance the salary limit with stimulating the enthusiasm and creativity of senior managers. While weakening the salary incentive, it should strengthen the promotion incentive and equity incentive of senior managers; while limiting the salary of senior managers in state-owned enterprises, it should strengthen the restriction and supervision of the board of directors, the board of supervisors and the relevant internal committee of enterprises on the financial decision-making of senior managers, especially the long-term development of enterprises. In order to improve the incentive strategy of state-owned enterprise executives, it should also consider the differences of enterprise scale and growth when evaluating the economic consequences of the salary limit policy.

Key words: Salary Limit Order; total factor productivity; Eight Regulations; executive pay; high-quality development

(责任编辑: 王西民)