

doi:10.19920/j.cnki.jmsc.2022.12.003

非国有股东治理与国有企业雇员激励^①

——基于混合所有制改革的视角

马新啸^{1,2}, 汤泰劼^{3*}, 郑国坚⁴

(1. 中国海洋大学管理学院, 青岛 266100; 2. 中国企业营运资金管理研究中心, 青岛 266100;
3. 北京大学光华管理学院, 北京 100871; 4. 中山大学管理学院, 广州 510275)

摘要: 雇员是企业创造财富和国家经济发展的核心力量, 如何有效改善国有企业的雇员激励成为新时代全面深化国企改革的关键环节, 本文研究混合所有制改革背景下非国有股东治理对国有企业雇员激励的影响作用. 本文发现: 非国有股东参与国企高层治理可以提升国企雇员的薪酬业绩敏感性, 并且这种效果在外部制度环境较好、地方控制、股权制衡程度较高以及内部控制较好的国有企业中更为明显, 而单纯的持有股权则无相应效果; 进一步研究发现, 非国有股东还可以改善国有企业的员工持股计划实施情况和雇员工作环境, 最终提升国有企业的市场价值和生产效率. 本文不仅对雇员激励和国有企业混合所有制改革的研究进行了有益补充, 而且对决策高层在国家战略层面全面深化国企改革提供了参考价值.

关键词: 国有企业; 雇员激励; 混合所有制改革; 非国有股东治理

中图分类号: F272 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-9807(2022)12-0051-26

0 引言

企业是国民经济的“细胞”, 工作努力的雇员不仅是微观企业创造财富和成长壮大的核心要素, 更是一国经济结构转型和实现高质量发展的力量源泉^[1-4]. 事实上, 知识和专业化的人力资本投资可以产生递增收益并提高劳动生产率, 这构成产业集聚和生产率增长的关键要素, 对于微观企业乃至国民经济健康发展至关重要^[5]. 2015年全国人才资源统计显示, 我国人才资源总量达到1.75亿人, 其中企业经营管理人才达4334万人, 超出2020年规划目标3.2%, 人力资本投资占国内生产总值比例达到15.8%, 人才对经济增长的贡献率更是高达33.5%, 我国已向“人才强国”高速迈进^②. 具体到企业层面, 企业的人力资本不仅包括高管人员, 更包括普通雇员, 企业的价值创造

和长期发展是全体雇员共同努力的成果^[4,6]. 因此, 如何有效改善企业雇员的激励制度, 提升其工作积极性和努力程度, 已然成为在国家治理层面十分重要的话题.

进一步地, 关于企业雇员激励的影响因素, 已有研究主要围绕职业生涯发展^[1,7]、规则公平^[8-10]、社保投入^[11]、住房价格^[12]、薪酬差距^[13]、“一带一路”倡议^[14]以及空气污染^[6]等雇员个人、组织管理和外部制度因素展开, 却罕有关关注微观企业层面的股权制衡等公司治理机制对雇员激励的影响^[15]. 事实上, 工资及其是否与业绩挂钩是决定雇员激励的最重要因素^[1,16,17], 马克思^[18]早在《资本论》中便对工人工资有如下论述: 劳动力的发挥即劳动, 耗费人的一定的肌肉、神经、脑等等, 这些消耗必须重新得到补偿, 支出

① 收稿日期: 2020-06-21; 修订日期: 2021-06-29.

基金项目: 国家自然科学基金资助重大项目(71790603); 国家自然科学基金资助项目(71972005; 71872192; 72072079).

通讯作者: 汤泰劼(1993—), 男, 江苏苏州人, 博士生. Email: tangtaijie@pku.edu.cn

② 新华网2017年8月29日报道《全国人才资源统计结果显示: 我国提速迈向人才强国》, 详见 http://www.xinhuanet.com/2017/08/29/c_1121565760.htm.

增多,收入也得增多.然而,我国国有企业具有一定程度的“所有者缺位”、“内部人控制”等委托代理问题^[19]，“铁饭碗”、“大锅饭”式的雇员激励不充分现象在国有企业中仍然存在,缺乏良好激励的雇员更易表现出消极怠工、浪费资源、离职频繁、态度不端等行为^[3,4],从而对国企的市场价值和生产效率产生不良影响,这在员工持股计划尚未广泛实施的情况下更为明显^[20].陈冬华等^[21]发现我国国有企业雇员存在工资刚性,工资变动对雇员的激励作用较弱;陈冬华等^[4]和方军雄^[22]发现上市公司高管的薪酬业绩敏感性显著高于普通雇员;刘长庚等^[23]指出国有企业拥有强势的权利配置控制权,从而使得国企员工获取的劳动所得显著低于公平价格.因此,如何有效缓解国有企业的委托代理问题和改善雇员激励,将是在学术研究和实践层面亟需解决的重要问题,而这也是本研究的目的所在.

2013年党的十八届三中全会通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》,明确提出要“积极发展混合所有制经济”;2020年《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标的建议》更着重指出要“深化国资国企改革,做强做优做大国有资本和国有企业”和“深化国有企业混合所有制改革”.在此基础上,以2008年~2018年我国沪深两市的国有上市公司为样本,通过自行收集整理和手工核对年报披露的前十大股东性质、持股比例与股东委派董事数据,从股权制衡与高层治理两个维度,考察非国有股东治理能否有效改善国有上市公司的雇员激励机制.研究发现:非国有股东参与国企高层治理可以显著提升国有企业雇员的薪酬业绩敏感性,并且这种效果在外部制度环境较好、地方控制、股权制衡程度较高以及内部控制较好的国有企业中更为明显,而单纯的持有股权则无相应效果;进一步研究发现,非国有股东还可以改善国有企业的员工持股计划实施情况和雇员工作环境,最终提升国有企业的市场价值和生产效率;此外,经过内生性缓解和一系列稳健性检验后,研究结论保持不变.

本研究的贡献主要体现在如下3个方面.第一,拓展了雇员激励影响因素的学术文献.既有研究发现职业生涯发展^[1,7]、规则公平^[8-10]、社保

投入^[11]、住房价格^[12]、内部薪酬差距^[13]、“一带一路”倡议^[14]以及空气污染^[6]等雇员、组织和制度因素会影响雇员激励和流动,工资更是决定雇员激励的最主要因素^[1],然而却忽视了公司治理机制对微观企业雇员激励产生的直接影响^[15],亦罕有针对委托代理问题更严重、雇员激励机制更不健全的国有企业进行细致分析.本研究则更加深入,针对两类委托代理问题并重的国有企业,从股权制衡和高层治理的视角探讨体现市场力量的非国有股东治理能否以及如何对国企雇员激励机制产生影响作用,对雇员激励影响因素的文献进行了有益补充.

第二,丰富了国有企业混合所有制改革和非国有股东治理的相关文献.国有企业的混合所有制改革是非国有股东发挥治理作用的前提,早期关于非国有股东治理的研究大多集中在股权制衡视角,探讨其对微观企业绩效的影响作用^[24-26],近期部分学者开始强调非国有股东参与国企高层治理的重要性^[27-29],而这正是新时代的国有企业混合所有制改革更加注重在董事会治理层面推进实质性配套措施的关键.2017年中国联通混改案例轰动全国,其混改前后国有性质的股东一直保持绝对控股,但是在董事会层面对引入的阿里巴巴、百度等非国有股东让出较大比例的董事席位,后者委派的董事在全部非独立董事中占据二分之一,较好地参与了中国联通的诸多高层决策^[30].研究立足于新时代国有企业混合所有制改革的背景,从雇员激励改善的视角研究非国有股东参与国企治理的积极作用,对国企混改和非国有股东治理的经济后果进行了有益拓展.

第三,本研究具有一定的政策参考价值.国有企业混合所有制改革自党的十八届三中全会以来,一直是国家全面深化改革的重点,在党的十九大报告和中共中央、国务院发布的《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》中更是得到明确肯定和坚强推进.我国作为社会主义国家,国有企业在促进社会主义公有制经济发展壮大、维护国家经济安全和社会稳定、实现国家战略目标等诸多方面发挥着不可或缺的重要作用,这在当前中美摩擦加剧的背景下更加突出.研究如何在不失去国有股东控制权、不造成国有资产流失的前提下改善国企雇员激励机制,更加具有现

实意义和政策参考价值:在国企混改广泛铺开的背景下,更要在以董事会混合为代表的治理模式上进行深层次配套改革,由此得以真正激活微观市场主体活力,更好地通过市场机制促进雇员高效努力工作和实现国企高质量发展,最终助力于国家治理体系和治理能力现代化的实现。

1 文献综述与理论分析

1.1 双重委托代理问题与国有企业雇员激励

不同于既有文献关注职业生涯发展^[1,7]、规则公平^[8-10]、社保投入^[11]、住房价格^[12]、内部薪酬差距^[13]和“一带一路”倡议^[14]等雇员个人、组织管理和外部制度因素对雇员激励的影响,本研究在工资及其是否与业绩挂钩成为企业雇员最主要的激励形式^[1]和我国企业雇员收入结构相对简单^[16]的基础上,分析我国国有企业的双重委托代理问题如何降低其雇员的薪酬业绩敏感性,以及非国有股东如何改善国企公司治理机制和缓解这一现象。

理论上,企业对为其创造财富的雇员会实施一定的激励措施,在激励雇员的边际收益高于边际成本之前,企业会持续加强雇员激励直至达到均衡^[4]。然而,由于现实情况中委托代理问题、公司治理缺陷等约束条件的存在,企业雇员的激励机制会偏离帕累托最优。一般地,在现代产权制度下,两权分离以及信息不对称导致委托代理问题,理性的经理人或大股东为了实现自身利益可能损害委托人的利益^[31]。一般地,在英美等股权结构分散的资本市场中,股东与经理人之间的代理问题成为主要矛盾,而在中国等股权结构较为集中的资本市场中,大股东与中小股东之间的代理问题构成主要矛盾,大股东可以通过关联交易、占用资金、违规担保等方式“掏空”上市公司,损害中小股东利益。特别地,在我国国有上市公司中,国有股东往往持有较高比例股权甚至直接控股,对国有上市公司的经营决策掌握控制权,这使得中小股东利益会受到一定程度的忽视甚至损害。

首先,从第二类代理问题出发,控股国有上市

公司的政府机构为了完成诸多政策性目标,会干预辖区内国有企业使其承担一系列政策性负担^[32,33]。其中,为了确保地区就业平稳和社会安定,国有企业非市场化地雇佣更多员工更成为普遍现象,国企“冗员”问题突出^[34]。另一方面,国有股东与国企员工之间存在着较大的信息不对称^[20],国企雇员的工资决定机制一直在审慎调整之中^③,这使得国有企业主要关注就业保障目标的实现,在相当程度上忽视甚至不能及时根据环境变化来改善雇员激励制度和精简雇员规模^[35],从而不利于国有企业的经营效率提升^[22,34]。例如,陈冬华等^[21]发现我国国有企业雇员存在工资刚性,工资变动对其激励作用较弱;刘长庚等^[23]则发现国有企业拥有强势的权利配置控制权,这使得国企员工获取的劳动所得显著低于公平价格。

进一步地,我国国有企业虽然股权结构较为集中,金字塔结构、国有产权虚置却使得其存在“所有者缺位”、“内部人控制”等缺陷,国有大股东难以对国企经理人进行充分地监督和激励,第一类代理问题在我国国有企业中同样存在。国企经理人可以利用国有产权控制力较弱的情况,取得国企实际控制权,从而有足够的能力和动机通过扭曲雇员激励制度来实现自身利益^[36]。具体地,除在职消费、寻租腐败以外^[37,38],为“拉拢”多数普通员工、与其构造和谐的工作关系和个人关系、形成高管——员工隐性联盟从而实现政治晋升,以及在“限薪令”等政策约束下更多获得工资收入^[39],国企经理人更倾向于一刀切地按照部门、资历等提升雇员的平均工资水平,而非按照能力、工作贡献等差异化地优化雇员激励制度^[40],这使得国有企业雇员的薪酬业绩敏感度相较于民营企业更低。值得注意的是,国有企业的雇员薪酬业绩敏感性较低亦可能是由雇员晋升激励等其他激励制度的存在所引起的。然而,对于国有企业中大量存在的普通雇员而言,工资高低及其是否与个人努力挂钩是决定其效用大小的最重要因素^[41,42],普通雇员追求职位升迁在一定程度上亦是为获取职位提升后更高水平的工资薪酬,此时

③ 例如《国务院关于改革国有企业工资决定机制的意见(国发[2018]16号)》,详见 http://www.gov.cn/zhengce/content/2018-05/25/content_5293656.htm。

雇员的晋升激励成为薪酬激励的从属部分,这与国企高管更加关注晋升前景、追求调任到政府部门担任行政领导存在较大差别.由此,经理人私利影响下变相“大锅饭”式的雇员激励制度更容易让雇员感受不公正^[43, 44],从而对雇员努力程度和国企生产经营效率产生消极影响.因此,在委托代理问题的影响下,我国国有企业的雇员薪酬激励制度偏离最优,不利于国有企业的正常经营和高质量发展.

1.2 非国有股东治理与国有企业雇员激励

股权结构是公司治理的核心因素,体现市场逻辑的非国有股东治理对缓解国企的两类代理问题、改善雇员激励机制提供了解决路径,即非国有股东可以在股权制衡和高层治理两个层面参与国企公司治理,从而在追求自身利益的目标下缓解国有企业“所有者缺位”和“内部人控制”等问题,改善国企公司治理和人力资本管理制度,从而在优化雇员激励机制的同时实现自身利益.

首先,非国有股东购买股权进入国有上市公司,在一定程度上实现了“所有者到位”,其天生逐利的特性促使其有动机整合企业资源和改善治理结构,在一定程度上增强了中小股东对国有大股东的制衡与监督,缓解了第二类代理问题,国有大股东迫使国企雇佣更多冗余员工的难度与成本得到上升^[45];与此同时,非国有股东可以参与并优化国企雇员的晋升规定、工资管理制度等决策,从而提升雇员的薪酬业绩敏感性,由此得到有效激励的雇员可以更加努力工作和创造财富,而这符合非国有股东的利益.其次,入股国企后,追求利润的非国有股东有意愿完善对国有企业高管的监督与激励机制,例如加强企业内部控制建设^[28, 46]和改善高管的薪酬契约^[27, 47, 48],这不仅在一定程度上对国企高管产生较强的监督作用,约束其道德风险和缓解第一类代理问题,而且加强了激励相容,国企高管更加积极地投身于改善雇员管理制度,促使雇员努力工作以提升企业经营业绩^[21, 49, 50],而非通过扭曲雇员激励机制以追求私利,由此“大锅饭”式的雇员薪酬制度将得到改善,国企雇员的薪酬业绩敏感程度得到提升.因此,非国有股东治理可以缓解国有企业的双重委托代理问题,将国有企业向下偏离最优的雇员薪酬业绩敏感性提升至合理水平,从而改善雇员激

励和促进国企发展.

此外,新时代全面深化国企改革的制度背景更加强调对非国有资本股东权利的保障,非国有股东得以更实际地向国有企业提名和委派董事从而参与高层治理^[30].值得注意的是,非国有股东参与国企高层治理甚为重要.一方面,作为外部投资者的非国有股东与国有企业之间存在较大程度的信息不对称,在不了解国企经营实情的前提下难以有效发挥股权制衡的作用,其只有委派董事参与国企内部治理,才可能获取更充分的信息和话语权,真正发挥其监督与治理作用^[27-29];另一方面,非国有股东委派的董事进入国有企业后,其作为外来人员并不了解国企内部运作和特有知识^[51],为了与雇员构建良好的社会关系和利益联盟以巩固自身权力^[52],改善雇员经济激励和提升雇员薪酬业绩敏感性亦成为比较便捷的选择^[36].在社会实践中,非国有股东通过委派董事参与国企治理的案例不乏出现,中国联通混改即为经典,在国有股东依然保持绝对控股的情况下,百度、阿里巴巴、腾讯和京东委派的董事均参加中国联通历次董事会,切实参与到中国联通的各项决策和管理制度优化当中,发挥了良好的监督治理效果^[30].

因此,非国有股东既有动机、又有能力,通过股权制衡特别是高层治理切实缓解国企代理问题和改善治理机制,进而优化国企雇员激励契约,提升国企市场价值和生产效率,最终促进国有企业高质量发展.综上,提出如下研究假设:

研究假设 在其他条件一定的情况下,非国有股东参与国有企业治理的程度越高,国有企业雇员的薪酬业绩敏感性越高.

2 研究设计与样本选择

2.1 模型设定与变量定义

借鉴既有研究^[4, 27, 53]的做法,构建如下回归模型检验非国有股东治理对国有企业雇员薪酬业绩敏感性的影响作用

$$\begin{aligned} \text{SALARY}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{PERFORMANCE}_{i,t} + \beta_2 \text{NONSOE}_{i,t} + \\ & \beta_3 \text{PERFORMANCE}_{i,t} \times \text{NONSOE}_{i,t} + \\ & \beta_4 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_5 \text{LEV}_{i,t} + \beta_6 \text{GROWTH}_{i,t} + \\ & \beta_7 \text{AGE}_{i,t} + \beta_8 \text{SHDSOE}_{i,t} + \end{aligned}$$

$$\beta_9 CONCENTRATE_{i,t} + \beta_{10} BOARDSIZE_{i,t} + \beta_{11} INDEP_{i,t} + \beta_{12} DUAL_{i,t} + \sum INDUSTRY_i + \sum YEAR_i + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

首先, *SALARY* 是被解释变量, 其含义为国企雇员的平均薪酬. 考虑到员工持股的比例较低且不普遍^[20], 工资始终是我国企业雇员激励的最主要内容^[42], 故参照陈冬华等^[4]以样本国企雇员平均工资的对数进行衡量. *PERFORMANCE* 为企业业绩的自然对数, 参照方军雄^[54]和蔡贵龙等^[27], 采用样本国企息税前利润 (*EBIT*) 衡量其业绩, 系数 β_1 即为国企雇员的薪酬业绩敏感性.

其次, *NONSOE* 是解释变量, 衡量混合所有制改革背景下非国有股东参与国企治理的程度, 分别从股权制衡和高层治理两个层面对其进行刻画. 在股权制衡维度, 以前十大股东中全部非国有股东的持股比例之和 (*SHD_NONSOE*) 和前十大股东中全部非国有股东的持股比例之和是否高于 10% 的虚拟变量 (*SHD_DUM*) 来衡量; 而在高层治理维度, 以非国有股东委派的董事人数占董事会总人数的比例 (*D_NONSOE*) 和非国有股东是

否向国有企业委派董事的虚拟变量 (*D_DUM*) 来衡量. 具体地, 参照程敏英和魏明海^[55], 采用如下方式界定股东委派董事的行为: 若为自然人股东, 则该自然人在上市公司担任董事即视为该自然人股东委派一名董事; 若为法人股东, 则以上市公司的董事是否同时在该法人股东单位任职为判断依据.

最后, 参照现有文献的做法^[4, 27, 53], 选取公司规模 (*SIZE*)、资产负债率 (*LEV*)、成长性 (*GROWTH*) 等公司财务特征以及股权集中度 (*CONCENTRATE*)、上市年限 (*AGE*)、董事会规模 (*BOARDSIZE*)、董事会独立性 (*INDEP*)、两职合一 (*DUAL*) 等公司治理结构方面的控制变量, 这些因素可能对国企雇员薪酬和非国有股东治理产生一定影响. 此外, 在模型中设置了行业虚拟变量与年度虚拟变量以控制行业和年份固定效应, 连续型变量均在 1% 水平上进行 Winsorize 缩尾处理以避免异常值对研究结果的干扰, 所有回归模型均采用公司层面聚类的稳健标准误, 各变量具体定义见表 1.

表 1 变量定义

Table 1 Definition of key variables

变量类型	变量名	变量定义
被解释变量	<i>SALARY</i>	雇员平均薪酬, 以 (支付给职工以及为职工支付的现金 - 高管薪酬总额 + 期末应付职工薪酬 - 期初应付职工薪酬) / (雇员人数 - 高管人数) 再取自然对数得到
	<i>EBIT</i>	公司业绩, 以当年息税前利润取自然对数得到
解释变量	<i>SHD_NONSOE</i>	非国有股东持股比例, 以前十大股东中全部非国有股东持股比例之和衡量
	<i>SHD_DUM</i>	非国有股东持股的虚拟变量, 当前十大股东中全部非国有股东持股比例之和不低于 10% 时取值为 1, 否则为 0
	<i>D_NONSOE</i>	非国有股东委派董事比例, 以非国有股东委派董事人数占国有企业董事会总人数的比例
	<i>D_DUM</i>	非国有股东委派董事的虚拟变量, 当非国有股东向国有企业董事会委派董事时取值为 1, 否则为 0
控制变量	<i>SIZE</i>	公司规模, 公司年末总资产的自然对数
	<i>LEV</i>	公司资产负债率, 以总负债除以总资产来衡量
	<i>GROWTH</i>	公司成长性, 以当年营业收入增长率来衡量
	<i>AGE</i>	公司上市年限, 对上市年数加 1 后取对数
	<i>SHDSOE</i>	公司第一大国有股东持股比例
	<i>CONCENTRATE</i>	公司股权集中度, 以前五大股东持股比例平方和进行衡量
	<i>BOARDSIZE</i>	公司董事会规模, 董事会总人数取自然对数
	<i>INDEP</i>	公司董事会独立性, 独立董事占董事会总人数的比例
	<i>DUAL</i>	两职合一虚拟变量, 董事长和总理由一人兼任为 1, 否则为 0
	<i>YEAR</i>	年度虚拟变量
<i>INDUSTRY</i>	行业虚拟变量	

2.2 数据来源与样本选择

为了研究非国有股东治理对国有企业雇员薪酬业绩敏感性的影响作用,选取 2008 年~2018 年沪深两市 A 股国有上市公司为研究对象.选取国有上市公司进行研究的原因在于:首先,相比于国有非上市企业,国有上市公司的财务与治理数据更易获取;其次,国有上市公司通常较国有非上市公司规模更大、业务范围更宽、社会影响力更强,因此更可能从劳动力市场中吸纳雇员,这将增强研究结论的适用性和可靠性;最后,新时代的国有企业混合所有制改革对依法保障非国有资本的股东权利提出了更高要求^[56],尤其是非国有股东委派董事和参与公司治理的权利,这在国有上市公司中可以进行更加细致地研究.

而在研究期间选择上,鉴于直到 2007 年底上市公司股权分置改革才基本完成,在此之后非国有股东可以更方便地入股国有上市公司,故选取 2008 年~2018 年为样本期间.使用的非国有股东治理数据是通过自行收集整理和手工核对上市公司年报披露的前十大股东性质、股东关系、股东持股和委派董事得到,雇员薪酬和工作环境数据来自 CNRDS 数据库,员工持股数据来自 Wind 资讯,其他财务与治理数据主要来自 CSMAR 数据库.剔除了金融行业公司、财务数据异常(资产负债率大

于 1 或小于 0)以及变量数据缺失的样本,最终获得 8 726 个国有企业-年度观测值.

3 实证结果与分析

3.1 描述性统计分析

表 2 汇报了变量的描述性统计结果.首先,样本期间内国有上市公司取对数后的雇员薪酬平均值为 11.507,标准差为 0.568,这表明我国国有企业间雇员平均薪酬存在的差异较小.其次,样本期内第一大国有股东持股比例(*SHDSOE*)的均值为 40.0%,最大值为 76.9%,表明我国国有上市公司国有股“一股独大”的现象仍普遍存在,而前十大股东中非国有股东持股比例(*SHD_NONSOE*)的均值仅为 9.6%,这说明相较于国有大股东而言,非国有股东的持股比例仍然较低.最后,在高层治理维度,非国有股东委派董事(*D_NONSOE*)的比例为 3.2%,远低于非国有股东持股均值 9.6%,这可能是因为非国有股东在国有企业中委派董事的权利没得到充分实现所致.尽管如此,*D_NONSOE*的标准差约为均值的 2.5 倍,这表明不同国有企业中非国有股东参与高层治理的程度存在较大差异.此外,其余控制变量与已有文献^[27, 53]结果基本一致,未见显著差异.

表 2 主要变量的描述性统计

Table 2 Descriptive statistics for the main variables

变量	样本数	平均值	标准差	最小值	P25	P50	P75	最大值
<i>SALARY</i>	8 726	11.507	0.568	10.123	11.141	11.510	11.870	13.498
<i>EBIT</i>	8 726	19.588	1.561	15.941	18.535	19.501	20.583	23.737
<i>SHD_NONSOE</i>	8 726	0.096	0.089	0.005	0.032	0.064	0.129	0.398
<i>SHD_DUM</i>	8 726	0.337	0.473	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
<i>D_NONSOE</i>	8 726	0.032	0.080	0.000	0.000	0.000	0.000	0.400
<i>D_DUM</i>	8 726	0.177	0.382	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
<i>SIZE</i>	8 726	22.63	1.377	20.061	21.659	22.460	23.473	26.688
<i>LEV</i>	8 726	0.510	0.197	0.081	0.362	0.518	0.662	0.902
<i>GROWTH</i>	8 726	0.190	0.488	-0.478	-0.012	0.103	0.251	3.541
<i>AGE</i>	8 726	2.523	0.569	0.693	2.303	2.708	2.944	3.258
<i>SHDSOE</i>	8 726	0.400	0.152	0.118	0.282	0.395	0.513	0.769
<i>CONCENTRATE</i>	8 726	0.199	0.128	0.022	0.097	0.175	0.276	0.594
<i>BOARDSIZE</i>	8 726	2.213	0.196	1.609	2.197	2.197	2.303	2.708
<i>INDEP</i>	8 726	0.369	0.054	0.300	0.333	0.333	0.375	0.571
<i>DUAL</i>	8 726	0.091	0.288	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000

3.2 基本回归结果

表 3 展示了非国有股东治理与国有企业雇员薪酬业绩敏感性的基本回归结果。其中,列(1)显示 *EBIT* 的回归系数在 1% 水平上显著为正,表明样本国企更高水平的经营利润可以显著提升雇员平均薪酬,其具备一定程度的雇员薪酬业绩敏感性;进一步地,在股权结构维度,列(2)和列(3)显示 *EBIT* × *SHD_NONSOE* 和 *EBIT* × *SHD_DUM* 的回归系数均不显著为正,表明非国有股东仅持有国企股权难以有效改善国企雇员的薪酬业绩敏感性,这可能是由于非国有股东持股比例仍然较低、股权制衡作用较弱所致;而在高层治理维度,列(4)和列(5)显示 *EBIT* × *D_NONSOE* 和 *EBIT* × *D_DUM* 的系数均在 1% 水平上显著为正,这表明非国有股东通过委派董事参与国企高层治理可以

显著提升国企雇员的薪酬业绩敏感性。此外,在经济意义方面,列(4)的回归结果表明,非国有股东委派董事的比例在均值水平上每提升一个标准差,国有企业的雇员薪酬业绩敏感性将提升 33.42%^④;列(5)的回归结果表明,相较于非国有股东未委派董事,非国有股东委派董事后国有企业的雇员薪酬业绩敏感性将提升 67.39%^⑤,这表明非国有股东参与国企高层治理对国有企业的雇员薪酬业绩敏感性具有经济意义层面的较强积极影响。由此可见,在当前国企混改实践中,非国有股东可以显著改善国有企业的雇员激励契约,其中非国有股东仅通过持有股权难以较好发挥治理作用,只有当其委派董事参与到国企监督和治理中时,才能显著提升国有企业的雇员薪酬业绩敏感性,研究假设得到一定支持。

表 3 非国有股东治理与国有企业雇员激励：基本回归结果

Table 3 Non-state shareholders' governance and employee incentives in SOEs: Basic regression results

变量	<i>Dep Var = SALARY</i>				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>EBIT</i> × <i>SHD_NONSOE</i>		0.033 (0.92)			
<i>EBIT</i> × <i>SHD_DUM</i>			0.008 (1.21)		
<i>EBIT</i> × <i>D_NONSOE</i>				0.217 *** (3.80)	
<i>EBIT</i> × <i>D_DUM</i>					0.031 *** (2.91)
<i>EBIT</i>	0.054 *** (7.44)	0.051 *** (6.42)	0.052 *** (6.89)	0.045 *** (6.13)	0.046 *** (6.22)
<i>NONSOE</i>		-0.630 (-0.86)	-0.156 (-1.20)	-3.810 *** (-3.50)	-0.534 *** (-2.58)
<i>SIZE</i>	0.032 *** (3.51)	0.031 *** (3.45)	0.031 *** (3.42)	0.035 *** (3.90)	0.036 *** (3.95)
<i>LEV</i>	-0.384 *** (-12.16)	-0.384 *** (-12.13)	-0.383 *** (-12.13)	-0.384 *** (-12.23)	-0.386 *** (-12.24)
<i>GROWTH</i>	0.030 ** (2.50)	0.030 ** (2.50)	0.030 ** (2.52)	0.029 ** (2.44)	0.029 ** (2.42)
<i>AGE</i>	0.021 ** (2.28)	0.022 ** (2.29)	0.021 ** (2.22)	0.035 *** (3.52)	0.033 *** (3.40)

④ 详细计算过程为 $(0.080 \times 0.217) / (0.045 + 0.032 \times 0.217) \times 100\% \approx 33.42\%$ 。

⑤ 详细计算过程为 $0.031 / 0.046 \times 100\% \approx 67.39\%$ 。

续表 3
Table 3 Continues

变量	Dep Var = SALARY				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
SHDSOE	0.147	0.168	0.150	0.233 *	0.238 *
	(1.21)	(1.33)	(1.22)	(1.91)	(1.95)
CONCENTRATE	0.351 **	0.333 **	0.349 **	0.297 **	0.287 *
	(2.35)	(2.21)	(2.33)	(2.00)	(1.92)
BOARDSIZE	-0.017	-0.016	-0.016	-0.018	-0.021
	(-0.63)	(-0.57)	(-0.58)	(-0.64)	(-0.74)
INDEP	-0.236 **	-0.233 **	-0.234 **	-0.208 **	-0.203 **
	(-2.41)	(-2.37)	(-2.38)	(-2.14)	(-2.08)
DUAL	-0.040 **	-0.040 **	-0.040 **	-0.047 ***	-0.043 ***
	(-2.44)	(-2.46)	(-2.46)	(-2.91)	(-2.69)
CONSTANT	10.089 ***	10.149 ***	10.143 ***	10.104 ***	10.084 ***
	(47.52)	(46.04)	(47.04)	(48.08)	(48.23)
YEAR	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
INDUSTRY	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	8 726	8 726	8 726	8 726	8 726
Adj-R ²	0.379	0.379	0.379	0.384	0.382

注: 1. ***, **, * 分别表示在 1%, 5% 和 10% 水平上显著; 2. 括号为 *t* 值, 下同。

3.3 稳健性检验

为确保研究结论的可靠性, 研究进行如下稳健性检验. 第一, 为缓解逆向因果可能造成的内生性问题, 参考蔡贵龙等^[27]的做法, 选取样本国企所在省份的沿海港口数量 (*SEA_PORT*) 作为非国有股东治理的工具变量, 进行二阶段最小二乘法回归. 制度经济学的相关研究为该选择提供支持, 上述工具变量衡量了一个地区的自然、人文环境, 它可以长期潜移默化地影响该地非国有股东参与国企治理的行为: 在历史发展中临海地区与其他不同文化产生更频繁地交流与碰撞, 临海地区人民的思想解放程度更高, 而地区海港数量与当地

制度文化密切相关, 海港数量越多的地区, 市场化和对外开放水平更高, 国有企业中非国有股东的地位和作用相对更大, 其参与国有企业治理的程度相对更高. 此外, 雇员薪酬业绩敏感性属于企业内部管理范畴, 与地区海港数量相关性较低, *SEA_PORT* 在理论上较好地满足了外生性和相关性的工具变量标准. 表 4 报告了二阶段回归的结果, 可以发现第一阶段中 *SEA_PORT* 的系数在 1% 水平上显著为正, 第二阶段的回归结果显示, *EBIT* × *D_NONSOE* 和 *EBIT* × *D_DUM* 的回归系数均在 5% 水平上显著为正, 回归亦通过了弱工具变量检验, 这表明缓解内生性后研究结论保持稳健.

表 4 非国有股东治理与国有企业雇员激励: 二阶段回归

Table 4 Non-state shareholders' governance and employee incentives in SOEs: 2SLS regression

变量	<i>EBIT</i> × <i>D_NONSOE</i>	<i>SALARY</i>	<i>EBIT</i> × <i>D_DUM</i>	<i>SALARY</i>
	First-step	Second-step	First-step	Second-step
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>SEA_PORT</i>	0.177 ***		0.203 ***	
	(3.94)		(3.27)	
<i>EBIT</i> × <i>D_NONSOE</i>		0.063 **		
		(2.16)		
<i>EBIT</i> × <i>D_DUM</i>				0.057 **
				(2.07)

续表 4
Table 4 Continues

变量	$EBIT \times D_NONSOE$	$SALARY$	$EBIT \times D_DUM$	$SALARY$
	First-step	Second-step	First-step	Second-step
	(1)	(2)	(3)	(4)
$EBIT$	1.023 ***	-0.013	1.684 ***	-0.045
	(12.74)	(-0.43)	(14.65)	(-0.95)
$NONSOE$	19.439 ***	-1.212 **	19.463 ***	-1.103 **
	(376.77)	(-2.14)	(599.65)	(-2.05)
$SIZE$	-0.023	0.037 ***	-0.100	0.042 ***
	(-0.26)	(3.63)	(-0.80)	(3.63)
LEV	0.034	-0.385 ***	0.012	-0.385 ***
	(0.12)	(-10.89)	(0.03)	(-10.12)
$GROWTH$	0.072	0.026 **	0.084	0.025 *
	(1.02)	(1.97)	(0.74)	(1.76)
AGE	0.380 ***	0.012	0.506 ***	0.005
	(3.40)	(0.72)	(3.44)	(0.26)
$SHDSOE$	0.491	0.214	-1.422	0.324 **
	(0.46)	(1.54)	(-0.91)	(2.06)
$CONCENTRATE$	-1.888	0.394 **	0.099	0.271
	(-1.41)	(2.23)	(0.05)	(1.45)
$BOARDSIZE$	-0.061	-0.011	-0.426	0.005
	(-0.26)	(-0.37)	(-1.26)	(0.15)
$INDEP$	0.068	-0.198 *	-1.341	-0.115
	(0.07)	(-1.83)	(-1.15)	(-0.96)
$DUAL$	0.694 ***	-0.087 ***	0.828 ***	-0.088 ***
	(3.87)	(-3.27)	(3.51)	(-3.01)
$CONSTANT$	-20.778 ***	11.487 ***	-31.108 ***	11.965 ***
	(-14.39)	(19.26)	(-16.72)	(14.19)
$YEAR$	Yes	Yes	Yes	Yes
$INDUSTRY$	Yes	Yes	Yes	Yes
N	8 726	8 726	8 726	8 726
Adj- R^2	0.995	0.228	0.994	0.100
最小特征统计	19.063			12.677

第二,为缓解样本选择导致的结论偏差,采用倾向性得分匹配后的样本国企进行回归。具体地,对非国有股东是否向样本国企委派董事,以全部控制变量为匹配变量,采用卡尺为 0.05 的近邻匹配方法,分别进行 1:1、1:2 和 1:3 的有放回的倾向性得分匹配,均衡性检验结果如表 5 所示。从中可以发现,在进行倾向性得分匹配前,处理组和控制组国企的控制变量大多存在显著差异,存在一定的样本选择问题;在进行 1:1 的倾向性得分匹配后,处理组和控制组国企的匹配变量仅有两项存在显著差异;在进行 1:2 的倾向性得分匹配后,

处理组和控制组国企的匹配变量均不存在显著差异,但是有两项匹配变量存在较大差异;而在进行 1:3 的倾向性得分匹配后,处理组和控制组国企的匹配变量均不存在较大差异,由此可见,采用 1:3 倾向性得分匹配的均衡性检验结果优于 1:1 和 1:2 的匹配结果。进一步地,研究仅保留 1:3 匹配后的实验组和对照组作为研究样本,采用模型 (1) 重新进行回归。回归结果如表 6 的列 (1) 和列 (2) 所示,其中 $EBIT \times D_NONSOE$ 和 $EBIT \times D_DUM$ 的系数至少在 5% 水平上显著为正,这表明缓解样本选择导致的内生性问题后,结论保持稳健。

表 5 倾向性得分匹配前后变量差异
Table 5 Variable differences before and after propensity score matching

变量	1:1 匹配前				1:1 匹配后			
	处理组	控制组	Diff.	t-stat	处理组	控制组	Diff.	t-stat
SIZE	22.380	22.687	-0.307	-7.99	22.381	22.422	-0.041	-0.86
LEV	0.481	0.516	-0.035	-6.35	0.481	0.483	-0.002	-0.24
GROWTH	0.205	0.186	0.019	1.33	0.204	0.197	0.007	0.41
AGE	2.288	2.573	-0.285	-18.24	2.289	2.284	0.005	0.17
SHDSOE	0.345	0.412	-0.067	-15.89	0.345	0.345	0.000	0.06
CONCENTRATE	0.162	0.207	-0.045	-12.73	0.162	0.165	-0.003	-0.73
BOARDSIZE	2.238	2.208	0.030	5.54	2.238	2.236	0.002	0.34
INDEP	0.359	0.371	-0.012	-7.85	0.359	0.363	-0.004	-2.26
DUAL	0.105	0.088	0.017	2.04	0.105	0.082	0.023	2.23
样本数	处理组:1 546		控制组:7 180		处理组:1 545		控制组:1 213	
变量	1:2 匹配前				1:2 匹配后			
	处理组	控制组	Diff.	t-stat	处理组	控制组	Diff.	t-stat
SIZE	22.380	22.687	-0.307	-7.99	22.381	22.417	-0.036	-0.77
LEV	0.481	0.516	-0.035	-6.35	0.481	0.486	-0.005	-0.63
GROWTH	0.205	0.186	0.019	1.33	0.204	0.216	-0.012	-0.65
AGE	2.288	2.573	-0.285	-18.24	2.289	2.290	-0.001	-0.06
SHDSOE	0.345	0.412	-0.067	-15.89	0.345	0.345	0.000	0.01
CONCENTRATE	0.162	0.207	-0.045	-12.73	0.162	0.164	-0.002	-0.62
BOARDSIZE	2.238	2.208	0.030	5.54	2.238	2.241	-0.003	-0.44
INDEP	0.359	0.371	-0.012	-7.85	0.359	0.361	-0.002	-1.30
DUAL	0.105	0.088	0.017	2.04	0.105	0.089	0.016	1.49
样本数	处理组:1 546		控制组:7 180		处理组:1 545		控制组:2 155	
变量	1:3 匹配前				1:3 匹配后			
	处理组	控制组	Diff.	t-stat	处理组	控制组	Diff.	t-stat
SIZE	22.380	22.687	-0.307	-7.99	22.381	22.411	-0.030	-0.64
LEV	0.481	0.516	-0.035	-6.35	0.481	0.482	-0.001	-0.11
GROWTH	0.205	0.186	0.019	1.33	0.204	0.213	-0.009	-0.46
AGE	2.288	2.573	-0.285	-18.24	2.289	2.291	-0.002	-0.09
SHDSOE	0.345	0.412	-0.067	-15.89	0.345	0.346	-0.001	-0.04
CONCENTRATE	0.162	0.207	-0.045	-12.73	0.162	0.164	-0.002	-0.56
BOARDSIZE	2.238	2.208	0.030	5.54	2.238	2.240	-0.002	-0.16
INDEP	0.359	0.371	-0.012	-7.85	0.359	0.360	-0.001	-0.94
DUAL	0.105	0.088	0.017	2.04	0.105	0.095	0.010	0.96
样本数	处理组:1 546		控制组:7 180		处理组:1 545		控制组:2 865	

第三,为缓解不随时间变化的因素对结论造成影响,研究控制公司固定效应后重新回归,结果如表 6 的列(3)和列(4)所示,其中 $EBIT \times D_{-}$

$NONSOE$ 和 $EBIT \times D_{DUM}$ 的系数均在 1% 水平上显著为正,表明控制公司固定效应后,研究结论保持稳健。

表 6 非国有股东治理与国有企业雇员激励：稳健性检验 1

Table 6 Non-state shareholders' governance and employee incentives in SOEs; Robustness test 1

变量	<i>Dep Var = SALARY</i> 倾向性得分匹配回归		<i>Dep Var = SALARY</i> 公司固定效应回归	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>EBIT × D_NONSOE</i>	0.205 *** (3.36)		0.293 *** (7.69)	
<i>EBIT × D_DUM</i>		0.025 ** (2.15)		0.050 *** (6.31)
<i>EBIT</i>	0.068 *** (6.10)	0.071 *** (6.37)	0.044 *** (7.40)	0.044 *** (7.33)
<i>NONSOE</i>	-3.588 *** (-3.08)	-0.403 * (-1.83)	-5.313 *** (-7.12)	-0.900 *** (-5.85)
<i>SIZE</i>	0.007 (0.54)	0.009 (0.64)	0.025 ** (2.39)	0.025 ** (2.38)
<i>LEV</i>	-0.359 *** (-7.84)	-0.363 *** (-7.87)	-0.233 *** (-6.32)	-0.237 *** (-6.39)
<i>GROWTH</i>	0.014 (0.85)	0.014 (0.84)	0.011 (1.63)	0.011 (1.60)
<i>AGE</i>	0.019 (1.53)	0.017 (1.38)	0.018 (0.81)	0.025 (1.13)
<i>SHDSOE</i>	0.286 (1.63)	0.298 * (1.69)	0.353 ** (2.16)	0.388 ** (2.37)
<i>CONCENTRATE</i>	0.289 (1.29)	0.264 (1.16)	-0.197 (-1.03)	-0.229 (-1.20)
<i>BOARDSIZE</i>	-0.053 (-1.23)	-0.060 (-1.38)	0.007 (0.19)	0.005 (0.14)
<i>INDEP</i>	-0.149 (-0.92)	-0.136 (-0.84)	-0.237 ** (-2.41)	-0.221 ** (-2.24)
<i>DUAL</i>	-0.064 *** (-2.73)	-0.057 ** (-2.46)	-0.048 *** (-3.33)	-0.048 *** (-3.34)
<i>CONSTANT</i>	10.920 *** (37.34)	10.847 *** (37.33)	10.455 *** (43.95)	10.428 *** (43.72)
<i>YEAR</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>INDUSTRY</i>	Yes	Yes	No	No
<i>FIRM</i>	No	No	Yes	Yes
<i>N</i>	4 410	4 410	8 726	8 726
Adj-R ²	0.385	0.382	0.770	0.769

第四,考虑到非国有股东持股比例对其委派董事的行为存在影响,根据前十大非国有股东持股比例之和是否超过 5% 和非国有股东是否委派董事将样本划分为 4 组,构造虚拟变量 *TREAT_5*: 如果前十大非国有股东持股比例之和低于 5% 但委派了董事, *TREAT_5* 取值为 1; 如果前十大非国有股东持股比例之和超过 5% 但未委派董事,

TREAT_5 则取值为 0。之所以选择 5% 作为持股节点,是因为股东对上市公司的持股比例超过 5% 则意味着“举牌”,后者对公司治理产生重大影响。此外,我国现行《公司法》第 101 条规定“单独或合并享有公司 10% 以上股份的股东发出请求时,公司应当在 2 个月内召开临时股东大会”,并且资本市场实践中通常以持股 20% 作为衡量股东是否存在

重大影响的标志,因此本研究也选择 10%和 20%作为节点,重新构造变量 $TREAT_{10}$ 和 $TREAT_{20}$,并将此 3 者作为衡量非国有股东参与国企高层治理的变量按照模型(1)回归.结果如表 7 所示,列(1)~列(3)中 $EBIT \times TREAT_5$ 、 $EBIT \times TREAT_{10}$ 和 $EBIT \times TREAT_{20}$ 的系数至少在 5%水平上显著为正,这表明在有效控制非国有股东股权制衡的影响作用后,结论保持稳健.

第五,考虑到非国有股东委派高级管理人员进入国有企业同样构成其发挥治理作用的重要方

式,因此参照蔡贵龙等^[27],以非国有股东向国有企业委派的董事、监事等高级管理人员数量占国有企业高级管理人员总数的比例(DJG_NONSOE)和非国有股东是否向国有企业委派董事、监事等高级管理人员的虚拟变量(DJG_DUM)来衡量高层治理维度的非国有股东治理,将其作为解释变量按照模型(1)回归.结果如表 7 的列(4)和列(5)所示, $EBIT \times DJG_NONSOE$ 和 $EBIT \times DJG_DUM$ 的回归系数均显著为正,表明更换非国有股东治理衡量方式后结论保持稳健.

表 7 非国有股东治理与国有企业雇员激励:稳健性检验 2

Table 7 Non-state shareholders' governance and employee incentives in SOEs: Robustness test 2

变量	Dep Var = SALARY				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
$EBIT \times TREAT_5$	0.088 *** (3.81)				
$EBIT \times TREAT_{10}$		0.076 *** (4.05)			
$EBIT \times TREAT_{20}$			0.043 ** (2.52)		
$EBIT \times DJG_NONSOE$				0.298 *** (3.17)	
$EBIT \times DJG_DUM$					0.027 *** (2.68)
$EBIT$	0.054 *** (5.22)	0.065 *** (4.61)	0.079 *** (3.97)	0.047 *** (6.27)	0.046 *** (6.21)
$NONSOE$	-1.537 *** (-3.48)	-1.327 *** (-3.72)	-0.769 ** (-2.35)	-5.120 *** (-2.86)	-0.465 ** (-2.36)
$SIZE$	0.025 * (1.94)	0.030 * (1.76)	-0.007 (-0.31)	0.036 *** (3.93)	0.037 *** (4.00)
LEV	-0.294 *** (-6.55)	-0.341 *** (-5.58)	-0.398 *** (-5.07)	-0.386 *** (-12.29)	-0.388 *** (-12.32)
$GROWTH$	0.021 (1.43)	0.026 (1.41)	0.007 (0.25)	0.029 ** (2.44)	0.029 ** (2.40)
AGE	0.028 ** (1.99)	0.023 (1.29)	0.025 (1.24)	0.034 *** (3.46)	0.033 *** (3.33)
$SHDSOE$	0.010 (0.06)	-0.122 (-0.58)	-0.570 * (-1.78)	0.248 ** (2.03)	0.238 * (1.95)
$CONCENTRATE$	0.666 *** (3.14)	0.808 *** (2.99)	1.596 *** (3.99)	0.274 * (1.84)	0.284 * (1.90)
$BOARDSIZE$	-0.093 ** (-2.24)	-0.196 *** (-3.51)	-0.070 (-0.87)	-0.020 (-0.70)	-0.021 (-0.74)
$INDEP$	-0.284 ** (-2.16)	-0.357 ** (-2.13)	-0.278 (-1.10)	-0.210 ** (-2.15)	-0.207 ** (-2.13)

续表 7
Table 7 Continues

变量	Dep Var = SALARY				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>DUAL</i>	-0.023 (-1.09)	-0.027 (-0.94)	-0.046 (-1.09)	-0.046 *** (-2.82)	-0.043 *** (-2.69)
<i>CONSTANT</i>	9.717 *** (54.04)	12.325 *** (50.38)	10.216 *** (32.88)	10.082 *** (47.88)	10.078 *** (48.19)
<i>YEAR</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>INDUSTRY</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	4 230	2 624	1 760	8 726	8 726
Adj- <i>R</i> ²	0.399	0.419	0.412	0.383	0.382

第六,更换雇员薪酬业绩敏感性的衡量方式进行回归。一方面,参照蔡贵龙等^[27]以样本国企当年的净利润取自然对数(*NI*)和总资产净利率(*ROA*)作为企业业绩的替代变量重新进行分析,回归结果如表 8 的列(1)~列(4)所示,可以发现 *NI* × *D_NONSOE*、*NI* × *D_DUM*、*ROA* × *D_NONSOE* 和 *ROA* × *D_DUM* 的系数均显著为正,与前文结论保持一致;另一方面,参照陈冬华等^[4],构造雇员薪酬

业绩敏感性是否较高的虚拟变量(*WER*),当样本国企的雇员平均薪酬与业绩均高于或低于中位数时,*WER* 取值为 1,否则为 0,并将其作为被解释变量进行回归,结果如表 8 的列(5)和列(6)所示,其中 *D_NONSOE* 和 *D_DUM* 的系数均在 1% 水平上显著为正,表明更换雇员薪酬业绩敏感性的衡量方式后结论保持稳健。综上,经过一系列稳健性检验后,研究结论保持不变。

表 8 非国有股东治理与国有企业雇员激励：稳健性检验 3

Table 8 Non-state shareholders' governance and employee incentives in SOEs: Robustness test 3

变量	Dep Var = SALARY				Dep Var = WER	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>NI</i> × <i>D_NONSOE</i>	0.082 *** (3.74)					
<i>NI</i> × <i>D_DUM</i>		0.013 *** (3.34)				
<i>ROA</i> × <i>D_NONSOE</i>			3.847 * (1.94)			
<i>ROA</i> × <i>D_DUM</i>				0.854 ** (2.38)		
<i>D_NONSOE</i>					0.191 *** (2.75)	
<i>D_DUM</i>						0.043 *** (2.93)
<i>NI</i> / <i>ROA</i>	0.007 *** (4.45)	0.007 *** (4.44)	1.361 *** (8.29)	1.319 *** (8.00)		
<i>NONSOE</i>	-1.074 *** (-2.71)	-0.162 ** (-2.23)	0.230 ** (1.97)	0.036 * (1.65)		
<i>SIZE</i>	0.079 *** (15.64)	0.080 *** (15.67)	0.084 *** (17.49)	0.084 *** (17.50)	0.017 *** (3.26)	0.017 *** (3.28)
<i>LEV</i>	-0.385 *** (-12.20)	-0.388 *** (-12.26)	-0.294 *** (-8.71)	-0.297 *** (-8.77)	0.059 * (1.85)	0.059 * (1.83)

续表8
Table 8 Continues

变量	Dep Var = SALARY				Dep Var = WER	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
GROWTH	0.032 ***	0.032 ***	0.025 **	0.025 **	0.005	0.004
	(2.70)	(2.67)	(2.16)	(2.13)	(0.42)	(0.39)
AGE	0.038 ***	0.036 ***	0.038 ***	0.036 ***	-0.029 ***	-0.028 ***
	(3.84)	(3.65)	(3.80)	(3.64)	(-2.64)	(-2.62)
SHDSOE	0.217 *	0.233 *	0.242 **	0.244 **	-0.013	-0.005
	(1.79)	(1.91)	(1.99)	(2.00)	(-0.09)	(-0.04)
CONCENTRATE	0.322 **	0.300 **	0.270 *	0.265 *	-0.051	-0.056
	(2.17)	(2.02)	(1.82)	(1.78)	(-0.31)	(-0.34)
BOARDSIZE	-0.016	-0.021	-0.014	-0.017	-0.005	-0.007
	(-0.58)	(-0.74)	(-0.52)	(-0.63)	(-0.15)	(-0.22)
INDEP	-0.222 **	-0.220 **	-0.191 *	-0.189 *	0.096	0.100
	(-2.27)	(-2.25)	(-1.96)	(-1.93)	(0.87)	(0.91)
DUAL	-0.044 ***	-0.041 **	-0.046 ***	-0.043 ***	0.013	0.014
	(-2.69)	(-2.54)	(-2.80)	(-2.67)	(0.68)	(0.73)
CONSTANT	9.883 ***	9.881 ***	9.788 ***	9.797 ***	-0.165	-0.168
	(47.17)	(47.48)	(47.34)	(47.82)	(-1.08)	(-1.10)
YEAR	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
INDUSTRY	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	8 726	8 726	8 726	8 726	8 726	8 726
Adj-R ²	0.382	0.381	0.386	0.385	0.025	0.025

4 进一步研究

4.1 国企行政层级与外部制度环境的调节作用

前文表明,非国有股东可以缓解国有企业的“所有者缺位”和“内部人控制”缺陷,改善国企经营和治理机制,从而提升雇员薪酬业绩敏感性。然而,这种治理作用的发挥受到诸多因素的影响,其中较为典型的便是国企自身行政层级和外部制度环境。

首先,对行政层级如何影响非国有股东治理与国企雇员薪酬业绩敏感性的作用效果进行分析。具体而言,中央国企一般规模更大、经营业务更加复杂并且涉及国家核心利益,人事权、决策权往往在国有股东掌控之下^[55],非国有股东难以对国有大股东产生有效的监督制衡作用、缓解第二类代理问题。与此同时,中央国企高管通常具有一定政治级别和官员身份,这使得其在国企日常经营决策中具有更高层次的管理层权力,非国有股东参与高层治理难以对其进行充分地约束和监

督,进而难以缓解第一类代理问题。然而,对地方控制的国有企业而言,其面临的外部政府干预和内部管理层权力相对较弱,非国有股东委派董事可以更好地发挥监督与治理作用,通过提升国企雇员的薪酬业绩敏感性、激励员工努力工作,从而提高国企整体效益和实现自身利益。因此,相较于中央国企,非国有股东参与地方国有企业治理的程度越高,国有企业雇员的薪酬业绩敏感性越高。

在此基础上,参照刘运国等^[28],将样本国企划分为中央国有企业和地方国有企业进行分组回归,表9报告了相应的回归结果。从中可以发现,列(1)和列(3)中 $EBIT \times D_NONSOE$ 和 $EBIT \times D_DUM$ 的系数均不显著,列(2)和列(4)中 $EBIT \times D_NONSOE$ 和 $EBIT \times D_DUM$ 的系数均在1%水平上显著为正,并且组间系数差异检验显著,这表明只有在地方国有企业中非国有股东才能切实发挥监督与治理作用,显著提升雇员的薪酬业绩敏感性,而在中央国有企业中缺乏前述治理效果,这表明非国有股东在中央国企中的话语权仍然不足。

表 9 非国有股东治理与国有企业雇员激励：行政层级的调节作用

Table 9 Non-state shareholders' governance and employee incentives in SOEs: Moderator role of administrative level

变量	<i>Dep Var = SALARY</i>		<i>Dep Var = SALARY</i>	
	中央国有企业	地方国有企业	中央国有企业	地方国有企业
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>EBIT × D_NONSOE</i>	0.094 (1.15)	0.287 *** (3.88)		
<i>EBIT × D_DUM</i>			-0.013 (-0.73)	0.049 *** (3.77)
<i>EBIT</i>	0.032 *** (2.60)	0.050 *** (5.43)	0.037 *** (3.01)	0.049 *** (5.29)
<i>NONSOE</i>	-1.735 (-1.12)	-5.055 *** (-3.55)	0.238 (0.73)	-0.848 *** (-3.37)
<i>SIZE</i>	-0.015 (-1.03)	0.058 *** (4.88)	-0.018 (-1.23)	0.059 *** (4.99)
<i>LEV</i>	-0.204 *** (-3.71)	-0.433 *** (-11.10)	-0.197 *** (-3.56)	-0.435 *** (-11.11)
<i>GROWTH</i>	0.046 ** (2.27)	0.023 (1.65)	0.047 ** (2.34)	0.023 (1.60)
<i>AGE</i>	0.066 *** (4.06)	0.019 (1.51)	0.066 *** (3.94)	0.019 (1.58)
<i>SHDSOE</i>	-0.649 *** (-3.09)	0.749 *** (5.02)	-0.649 *** (-3.09)	0.779 *** (5.18)
<i>CONCENTRATE</i>	1.561 *** (5.98)	-0.354 ** (-1.98)	1.548 *** (5.93)	-0.384 ** (-2.12)
<i>BOARDSIZE</i>	0.231 *** (4.92)	-0.121 *** (-3.64)	0.229 *** (4.88)	-0.124 *** (-3.73)
<i>INDEP</i>	0.003 (0.02)	-0.170 (-1.36)	-0.012 (-0.07)	-0.158 (-1.27)
<i>DUAL</i>	-0.012 (-0.35)	-0.055 *** (-2.99)	-0.011 (-0.32)	-0.051 *** (-2.81)
<i>CONSTANT</i>	10.426 *** (51.45)	9.830 *** (41.56)	10.392 *** (51.29)	9.815 *** (41.41)
<i>YEAR</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>INDUSTRY</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	2 839	5 887	2 839	5 887
Adj- <i>R</i> ²	0.426	0.389	0.425	0.389
组间差异检验	3.07* (0.080)		8.30 *** (0.004)	

其次, 国企所处的外部制度环境同样对非国有股东治理与雇员薪酬业绩敏感性之间的关系产生影响作用^[57]。一般地, 处于外部制度环境较好地区的国有企业, 其面临的政府干预现象相对较弱, 非国有股东的合法权益可以得到法治环境的良好保障, 由此非国有股东委派董事可以更有效地缓解国有企业的双重委托代理问题, 提升雇员

薪酬业绩敏感性; 相反, 在制度环境较差的地区, 政府干预更强而法治环境较差, 非国有股东的权利更易受到国企内部人的侵占, 此时非国有股东难以行使股东权利和有效缓解两类代理问题。因此, 相较于外部制度环境较差地区的国有企业, 非国有股东参与外部制度环境较好地区国有企业治理的程度越高, 国有企业雇员的薪酬业绩敏感性

越高。

在此基础上,采用市场化指数衡量样本国企所处的外部制度环境^[58],并分年度根据其中位数大小将样本划分为市场化程度较高组和较低组以进行回归。表 10 展示了回归结果,可以发现,列(1)和列(3)中 $EBIT \times D_NONSOE$ 和 $EBIT \times D_$

DUM 的系数在 1% 水平上显著为正,列(2)和列(4)中 $EBIT \times D_NONSOE$ 和 $EBIT \times D_DUM$ 的系数均不显著,并且组间系数差异显著,这表明只有在外部制度环境较好的地区,非国有股东才能切实参与国企治理和改善雇员薪酬激励,而在外部制度环境较差的情况下缺乏相应效果。

表 10 非国有股东治理与国有企业雇员激励:市场化程度的调节作用

Table 10 Non-state shareholders' governance and employee incentives in SOEs: Moderator role of marketization

变量	Dep Var = SALARY		Dep Var = SALARY	
	市场化程度较高	市场化程度较低	市场化程度较高	市场化程度较低
	(1)	(2)	(3)	(4)
$EBIT \times D_NONSOE$	0.341 *** (4.72)	0.071 (0.79)		
$EBIT \times D_DUM$			0.058 *** (3.89)	0.007 (0.52)
$EBIT$	0.007 (0.55)	0.072 *** (7.97)	0.008 (0.65)	0.072 *** (7.94)
$NONSOE$	-6.387 *** (-4.62)	-1.027 (-0.61)	-1.108 *** (-3.82)	-0.068 (-0.25)
$SIZE$	0.063 *** (4.43)	0.007 (0.60)	0.062 *** (4.35)	0.008 (0.65)
LEV	-0.306 *** (-6.67)	-0.331 *** (-7.73)	-0.307 *** (-6.68)	-0.331 *** (-7.73)
$GROWTH$	0.029 (1.57)	0.034 ** (2.33)	0.029 (1.54)	0.034 ** (2.34)
AGE	0.076 *** (5.61)	-0.032 ** (-2.22)	0.072 *** (5.41)	-0.030 ** (-2.11)
$SHDSOE$	0.243 (1.33)	0.069 (0.45)	0.251 (1.36)	0.069 (0.45)
$CONCENTRATE$	0.169 (0.76)	0.450 ** (2.39)	0.142 (0.64)	0.457 ** (2.41)
$BOARDSIZE$	-0.030 (-0.70)	0.070 * (1.95)	-0.029 (-0.66)	0.066 * (1.85)
$INDEP$	-0.152 (-0.97)	-0.001 (-0.01)	-0.141 (-0.90)	0.007 (0.05)
$DUAL$	-0.023 (-0.95)	-0.072 *** (-3.45)	-0.018 (-0.78)	-0.071 *** (-3.38)
$CONSTANT$	10.316 *** (55.64)	10.901 *** (52.70)	10.323 *** (55.64)	10.894 *** (52.46)
$YEAR$	Yes	Yes	Yes	Yes
$INDUSTRY$	Yes	Yes	Yes	Yes
N	4 315	4 411	4 315	4 411
Adj- R^2	0.336	0.444	0.333	0.444
组间差异检验	5.50 ** (0.019)		6.11 ** (0.014)	

4.2 企业层面公司治理机制的调节作用

前文指出,非国有股东治理可以缓解国有企业的代理问题,从而提升雇员薪酬业绩敏感性,而这种治理效果同样受到国企自身层面公司治理机制的影响作用。

首先,非国有股东向国有企业委派董事和参与高层治理需要坚实的股权结构基础。一方面,当非国有股东相对于国有股东的股权制衡程度较高时,非国有股东委派董事可以更好地在国企重大决策过程中发挥制衡作用,缓解第二类代理问题;另一方面,在非国有股东相较于国有股东的股权制衡程度较高时,非国有股东委派的董事具有更强的动机和能力来监督约束国企管理层,从而更好地缓解第一类代理问题。因此,相较于非国有股东与国有股东股权制衡程度较低的国有企业,在非国有股东与国有股东股权制衡程度较高的国有

企业中,非国有股东治理可以更好地提升国有企业雇员的薪酬业绩敏感性。

在此基础上,以样本国企前十大股东中全部非国有股东持股比例之和除以第一大国有股东持股比例衡量股权制衡程度,并按照其相对于分年度分行业中位数高低将样本划分为股权制衡较高组和股权制衡较低组,从而进行分组回归。表 11 报告了回归结果,从中可以发现,列(1)和列(3)中 $EBIT \times D_NONSOE$ 和 $EBIT \times D_DUM$ 的系数均在 1% 水平上显著为正,列(2)和列(4)中 $EBIT \times D_NONSOE$ 和 $EBIT \times D_DUM$ 的系数均不显著,并且组间系数差异检验显著,这表明只有在非国有股东相较于国有股东股权制衡程度较高的情况下,非国有股东治理才能切实发挥监督与治理作用,显著提升雇员的薪酬业绩敏感性,而在股权制衡较低时缺乏相应治理效果。

表 11 非国有股东治理与国有企业雇员激励：股权制衡的调节作用

Table 11 Non-state shareholders' governance and employee incentives in SOEs: Moderator role of equity balance

变量	<i>Dep Var = SALARY</i>		<i>Dep Var = SALARY</i>	
	股权制衡较高	股权制衡较低	股权制衡较高	股权制衡较低
	(1)	(2)	(3)	(4)
$EBIT \times D_NONSOE$	0.580 *** (5.76)	0.080 (1.22)		
$EBIT \times D_DUM$			0.091 *** (4.24)	0.003 (0.28)
$EBIT$	0.033 *** (3.22)	0.071 *** (6.93)	0.032 *** (3.08)	0.074 *** (7.19)
$NONSOE$	-10.328 *** (-5.48)	-1.325 (-1.05)	-1.607 *** (-3.95)	-0.020 (-0.08)
$SIZE$	0.056 *** (4.52)	-0.007 (-0.55)	0.058 *** (4.67)	-0.007 (-0.53)
LEV	-0.499 *** (-11.88)	-0.284 *** (-6.11)	-0.497 *** (-11.76)	-0.286 *** (-6.14)
$GROWTH$	0.024 (1.58)	0.027 (1.61)	0.024 (1.53)	0.027 (1.61)
AGE	0.040 *** (2.86)	0.033 ** (2.39)	0.040 *** (2.76)	0.033 ** (2.42)
$SHDSOE$	0.108 (0.54)	-0.128 (-0.78)	0.092 (0.45)	-0.119 (-0.72)
$CONCENTRATE$	0.272 (1.24)	1.013 *** (4.50)	0.289 (1.29)	0.993 *** (4.41)
$BOARDSIZE$	0.090 ** (2.54)	-0.125 *** (-2.91)	0.078 ** (2.18)	-0.127 *** (-2.93)

续表 11

Table 11 Continues

变量	<i>Dep Var = SALARY</i>		<i>Dep Var = SALARY</i>	
	股权制衡较高	股权制衡较低	股权制衡较高	股权制衡较低
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>INDEP</i>	-0.323 ** (-2.39)	-0.046 (-0.33)	-0.306 ** (-2.27)	-0.041 (-0.30)
<i>DUAL</i>	-0.009 (-0.34)	-0.064 *** (-3.04)	-0.008 (-0.31)	-0.060 *** (-2.88)
<i>CONSTANT</i>	10.130 *** (45.72)	11.325 *** (61.79)	10.139 *** (45.62)	11.258 *** (60.93)
<i>YEAR</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>INDUSTRY</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	4 360	4 366	4 360	4 366
Adj- <i>R</i> ²	0.416	0.375	0.410	0.375
组间差异检验	17.43 *** (0.000)		12.63 *** (0.000)	

其次,内部控制作为企业重要的内部公司治理机制^[31],同样可能对非国有股东治理与国企雇员薪酬业绩敏感性之间关系产生调节作用,一方面,当国有企业的内部控制水平较高时,非国有股东委派董事和参与高层治理将更加有章可循,可以依据、运用良好的内部控制规章制度来发挥监督制衡作用,从而更好地缓解两类代理问题;另一方面,在国有企业内部控制质量较高的情况下,非国有股东改善国企雇员薪酬激励制度的实施成本相对更低、效益更高,其具有更强的动机和能力来提升国企雇员的薪酬业绩敏感性。因此,相较于内部控制水平较低的国有企业,非国有股东治理提升国企雇员薪酬业绩敏感性的影响作用在内部控

制水平较高的国有企业中更为明显。

在此基础上,以样本国企的迪博内部控制指数衡量内部控制水平,并按照其相较于分年度分行业中位数高低将样本划分为内部控制较好组和内部控制较差组,从而进行分组回归。表 12 报告了回归结果,从中可以发现,列(1)和列(3)中 $EBIT \times D_NONSOE$ 和 $EBIT \times D_DUM$ 的系数至少在 5% 水平上显著为正,列(2)和列(4)中 $EBIT \times D_NONSOE$ 和 $EBIT \times D_DUM$ 的系数均不显著,并且组间系数差异检验显著,这表明只有在内部控制较好的国有企业中,非国有股东治理才能显著提升雇员薪酬业绩敏感性,而在内部控制较差的情况下缺乏相应效果。

表 12 非国有股东治理与国有企业雇员激励:内部控制的调节作用

Table 12 Non-state shareholders' governance and employee incentives in SOEs: Moderator role of internal control

变量	<i>Dep Var = SALARY</i>		<i>Dep Var = SALARY</i>	
	内部控制较好	内部控制较差	内部控制较好	内部控制较差
	(1)	(2)	(3)	(4)
$EBIT \times D_NONSOE$	0.264 *** (3.21)	-0.046 (-0.66)		
$EBIT \times D_DUM$			0.041 ** (2.57)	0.0003 (0.02)
<i>EBIT</i>	0.038 *** (3.36)	0.044 *** (4.45)	0.039 *** (3.48)	0.043 *** (4.26)
<i>NONSOE</i>	-4.503 *** (-2.79)	0.875 (0.66)	-0.708 ** (-2.24)	0.023 (0.08)
<i>SIZE</i>	0.033 ** (2.42)	0.039 *** (3.19)	0.033 ** (2.39)	0.040 *** (3.25)

续表 12

Table 12 Continues

变量	<i>Dep Var = SALARY</i>		<i>Dep Var = SALARY</i>	
	内部控制较好	内部控制较差	内部控制较好	内部控制较差
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>LEV</i>	-0.334 *** (-6.81)	-0.409 *** (-9.83)	-0.335 *** (-6.78)	-0.409 *** (-9.84)
<i>GROWTH</i>	0.026 (1.42)	0.028 * (1.76)	0.025 (1.38)	0.027 * (1.74)
<i>AGE</i>	0.040 *** (2.74)	0.029 ** (2.21)	0.032 ** (2.20)	0.034 ** (2.57)
<i>SHDSOE</i>	0.311 * (1.79)	0.139 (0.81)	0.291 * (1.66)	0.169 (0.98)
<i>CONCENTRATE</i>	0.222 (1.07)	0.379 * (1.78)	0.225 (1.07)	0.357 * (1.67)
<i>BOARDSIZE</i>	-0.030 (-0.75)	0.006 (0.14)	-0.031 (-0.79)	0.004 (0.10)
<i>INDEP</i>	-0.098 (-0.70)	-0.302 ** (-2.28)	-0.101 (-0.72)	-0.297 ** (-2.24)
<i>DUAL</i>	-0.038 (-1.50)	-0.046 ** (-2.29)	-0.031 (-1.22)	-0.047 ** (-2.33)
<i>CONSTANT</i>	10.024 *** (54.75)	10.165 *** (62.20)	10.048 *** (55.02)	10.164 *** (62.03)
<i>YEAR</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>INDUSTRY</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	4 369	4 357	4 369	4 357
Adj- <i>R</i> ²	0.373	0.385	0.367	0.385
组间差异检验	8.35 *** (0.004)		3.44 * (0.064)	

4.3 非国有股东治理对国有企业员工持股计划和雇员工作环境的影响作用

进一步地,在提升国企雇员薪酬业绩敏感性的治理作用以外,非国有股东能否对其他改善雇员工作效率的机制有所影响,从而使得前文讨论的激励效果发挥持续作用,成为非常值得研究的问题。一方面,新时代国有企业混合所有制改革更加强调员工持股计划的改革形式,员工持股可以改善公司基础管理情况、提高雇员工作的满意度和积极性,进而提升国企经营业绩^[57],然而在避免国有资产流失等因素考量下,国有企业推行员工持股计划面临更谨慎的监管态度和更严格的限制条件,实施力度和激励实效均低于民营企业^[59]。另一方面,日常工作环境成为国企雇员重要的非货币激励形式,良好的工作环境、职业培

训、员工福利、沟通渠道等有助于形成更加有效的内部劳动力市场和更高水平的雇员管理制度^[44],促使雇员更积极乐观地工作和为企业创造长期价值^[15]。事实上,混合所有制改革引入非国有股东参与国有企业治理,目的在于通过非国有股东的逐利性质来监督国有股东和改善国企治理,而积极推行员工持股计划和改善雇员工作环境显然有助于提升雇员的工作效率和积极性,激励其为国有企业创造更多财富,由此符合非国有股东自身的利益诉求。

因此,进一步考察非国有股东参与国企高层治理能否有效推进员工持股计划实施和改善雇员工作环境。一方面,参照郭蕾等^[20],设置衡量样本国企当年实施或存在员工持股计划的虚拟变量(*ESOP_DUM*),并进一步设置国企当年

存在员工持股计划情况下员工持有股份占国企总股本的比例 (*ESOP_RATIO*) ; 另一方面, 参照钟宁桦^[15] 并基于数据可得性, 对样本国企当年是否不存在雇员安全纠纷、是否未裁员、是否有员工福利项目、是否采用安全管理体系、是否进行安全生产培训、是否存在职业安全认证、是否进行职业培训、是否具有员工沟通渠道以及是否具有其他雇员工作优势这 9 个虚拟变量进行

加总, 从而衡量样本国企当年的雇员工作环境 (*ENVIRONMENT*), 并将上述 3 者作为被解释变量按照模型 (1) 回归, 结果如表 13 所示, 可以发现列 (1) ~ 列 (6) 中 *D_NONSOE* 和 *D_DUM* 的回归系数均显著为正, 表明非国有股东参与国企高层治理可以促进员工持股计划实施和雇员工作环境改善, 从而更全面地完善雇员激励机制和实现自身利益。

表 13 非国有股东治理与国有企业雇员激励: 员工持股计划和雇员工作环境

Table 13 Non-state shareholders' governance and employee incentives in SOEs; Employee stock ownership plan and employee working environment

变量	<i>Dep Var = ESOP_DUM</i>		<i>Dep Var = ESOP_RATIO</i>		<i>Dep Var = ENVIRONMENT</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>D_NONSOE</i>	0.062 **		0.028 ***		1.030 **	
	(2.18)		(2.65)		(2.38)	
<i>D_DUM</i>		0.008 *		0.004 **		0.297 ***
		(1.84)		(2.47)		(3.52)
<i>SIZE</i>	0.006 ***	0.006 ***	0.002 ***	0.002 ***	1.192 ***	1.194 ***
	(4.62)	(4.56)	(4.64)	(4.58)	(45.59)	(45.60)
<i>LEV</i>	-0.009	-0.009	-0.001	-0.001	-2.456 ***	-2.458 ***
	(-1.35)	(-1.38)	(-0.56)	(-0.61)	(-14.17)	(-14.19)
<i>GROWTH</i>	0.009 **	0.008 **	0.003 **	0.003 **	-0.262 ***	-0.265 ***
	(2.48)	(2.48)	(2.48)	(2.47)	(-4.70)	(-4.75)
<i>AGE</i>	-0.004	-0.004 *	-0.001	-0.002 *	0.012	0.024
	(-1.36)	(-1.68)	(-1.41)	(-1.76)	(0.19)	(0.41)
<i>SHDSOE</i>	-0.050	-0.054 *	-0.015	-0.016	2.919 ***	3.031 ***
	(-1.60)	(-1.71)	(-1.32)	(-1.43)	(3.83)	(3.98)
<i>CONCENTRATE</i>	0.013	0.016	0.0003	0.001	-3.368 ***	-3.450 ***
	(0.35)	(0.42)	(0.02)	(0.09)	(-3.62)	(-3.71)
<i>BOARDSIZE</i>	-0.014 **	-0.015 **	-0.006 ***	-0.006 ***	0.401 **	0.385 **
	(-2.37)	(-2.41)	(-2.78)	(-2.84)	(2.38)	(2.28)
<i>INDEP</i>	-0.043 *	-0.044 *	-0.017 **	-0.017 **	0.328	0.372
	(-1.80)	(-1.85)	(-2.01)	(-2.05)	(0.54)	(0.62)
<i>DUAL</i>	0.002	0.002	0.001	0.001	0.073	0.076
	(0.38)	(0.45)	(0.69)	(0.77)	(0.73)	(0.77)
<i>CONSTANT</i>	-0.053 **	-0.048 *	-0.018 **	-0.016 *	-25.612 ***	-25.699 ***
	(-2.05)	(-1.82)	(-2.03)	(-1.78)	(-34.31)	(-34.42)
<i>YEAR</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>INDUSTRY</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	8 726	8 726	8 726	8 726	8 726	8 726
Adj- <i>R</i> ²	0.040	0.039	0.039	0.037	0.240	0.241

4.4 非国有股东改善国有企业雇员激励的社会经济后果

上文表明, 混合所有制改革背景下非国有股东参与国企高层治理, 可以提升国企雇员的薪酬

业绩敏感性, 更积极地实施员工持股计划并且改善雇员工作环境, 从而对国企雇员激励产生优化作用. 最后, 国有企业在非国有股东的治理作用下改善员工激励机制后, 其市场价值和生产能力可

否得到切实改善？对此，参照马新啸等^[60]的研究，以国企下一年度的托宾 Q 值衡量市场价值 (*TOBINQ*)，以国企下一年度经 LP 方法计算的全要素生产率衡量生产能力 (*TFP*)，并将其作为被解释变量采用模型 (1) 进行回归。

回归结果如表 14 所示，列(1)和列(2)中 *D_NONSOE* 和 *D_DUM* 的回归系数均在 5% 水平上

显著为正，表明雇员激励改善后国有企业的市场价值显著提升，列(3)和列(4)中 *D_NONSOE* 和 *D_DUM* 的回归系数至少在 5% 水平上显著为正，表明国有企业经非国有股东治理后生产能力得到显著改善。因此，非国有股东可以改善国企的雇员激励机制，从而对其市场价值和生产能力产生显著提升作用，非国有股东治理具有良好的社会效益。

表 14 非国有股东治理与国有企业雇员激励：社会经济后果

Table 14 Non-state shareholders' governance and employee incentives in SOEs: Socioeconomic consequences

变量	<i>Dep Var = TOBINQ</i>		<i>Dep Var = TFP</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>D_NONSOE</i>	0.341 ** (2.12)		0.667 *** (2.73)	
<i>D_DUM</i>		0.076 ** (2.45)		0.130 ** (2.31)
<i>SIZE</i>	-0.356 *** (-26.78)	-0.356 *** (-26.74)	0.684 *** (31.06)	0.684 *** (31.06)
<i>LEV</i>	-1.770 *** (-22.40)	-1.771 *** (-22.40)	0.171 (1.18)	0.169 (1.17)
<i>GROWTH</i>	0.104 *** (4.20)	0.103 *** (4.17)	0.094 * (1.86)	0.093 * (1.84)
<i>AGE</i>	-0.019 (-0.85)	-0.019 (-0.84)	0.078 * (1.76)	0.076 * (1.70)
<i>SHDSOE</i>	-1.522 *** (-5.69)	-1.510 *** (-5.63)	1.849 *** (3.55)	1.852 *** (3.54)
<i>CONCENTRATE</i>	2.331 *** (7.17)	2.322 *** (7.13)	-1.603 ** (-2.56)	-1.605 ** (-2.55)
<i>BOARDSIZE</i>	0.069 (1.16)	0.065 (1.09)	-0.162 (-1.45)	-0.169 (-1.51)
<i>INDEP</i>	0.552 *** (2.68)	0.558 *** (2.71)	-0.346 (-0.70)	-0.341 (-0.69)
<i>DUAL</i>	0.093 ** (2.29)	0.094 ** (2.33)	0.073 (1.02)	0.076 (1.07)
<i>CONSTANT</i>	10.407 *** (31.12)	10.404 *** (31.13)	-0.332 (-0.70)	-0.320 (-0.67)
<i>YEAR</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>INDUSTRY</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	8 726	8 726	8 726	8 726
Adj- <i>R</i> ²	0.397	0.397	0.186	0.186

5 结束语

企业是国民经济的“细胞”，高效而努力工作的雇员不仅是微观企业创造财富和获取竞争优

势，而且是国家经济结构转型和实现高质量发展的力量源泉，如何有效改善国有企业的雇员激励机制成为新时代全面深化国企改革的关键环节，本文研究混合所有制改革背景下非国有股东治理对国有企业雇员激励的影响作用。研究发现：非国

有股东参与国企高层治理可以提升国企雇员的薪酬业绩敏感性,并且这种效果在外部制度环境较好、地方控制、股权制衡程度较高以及内部控制较好的国有企业中更为明显,而单纯的持有股权则无相应效果;进一步研究发现,非国有股东还可以改善国有企业的员工持股计划实施情况和雇员工作环境,最终提升国有企业的市场价值和生产效率,经过诸多稳健性检验后结论保持不变。

研究具有如下两方面启示。一方面,决策高层应当坚定不移地深入推进国有企业混合所有制改革。一般地,国有企业的雇员激励机制属于其内部人力资源管理范畴,决策高层和相关监管方难以直接通过外部制度规定和宏观政策要求来改善国企的雇员激励现状,结论则对此提供了一个可行路径,通过国有企业混合所有制改革,体现市场逻辑的非国有股东具有参与国企治理的动机和能力,其可以提升国企雇员的薪酬业绩敏感性,促使国企更好地实施员工持股计划和改善雇员工作环境,进而提升国企的市场价值和生产效率,这为当

前党中央、国务院完善社会主义市场经济体制提供了一定支持。另一方面,混合所有制改革的推行不仅需要“程序正义”,而且需要“实体正义”,混合所有制“混在股权,融在治理”。仅有简单的股权混合难以较好发挥非国有股东的治理作用,只有更好地保障非国有股东委派董事进入国企高层参与治理,才能让非国有股东拥有充分的话语权、切实发挥治理作用,从而实现国有资本与非国有资本的混合由“物理变化”转为“化学反应”。因此,不同行政层级、不同地区的国有企业在进行混合所有制改革时不能仅停留在引进非国有股东来“装点门面”上,而应结合国有企业分类改革和其他配套制度设计来克服现有桎梏,确保非国有股东发挥积极、持续并且卓有成效的治理作用。此外,本文对非国有股东治理能否改善国有企业雇员的薪酬激励、长期激励以及非货币激励进行了研究,但限于数据局限性,难以对非国有股东治理能否改善国企雇员的晋升激励进行检验,留待读者进一步探索。

参 考 文 献:

- [1] Murphy K M, Shleifer A, Vishny R W. The allocation of talent: implications for growth[J]. The Quarterly Journal of Economics, 1991, 106(2): 503 - 530.
- [2] Chemmanur T J, Cheng Y, Zhang T. Human capital, capital structure, and employee pay: An empirical analysis[J]. Journal of Financial Economics, 2013, 110(2): 478 - 502.
- [3] 夏 宁, 董 艳. 高管薪酬、员工薪酬与公司的成长性——基于中国中小上市公司的经验数据[J]. 会计研究, 2014, (9): 89 - 95, 97.
Xia Ning, Dong Yan. Executive compensation, employee compensation and company growth: Based on empirical data of small and medium-sized listed companies in China[J]. Accounting Research, 2014, (9): 89 - 95, 97. (in Chinese)
- [4] 陈冬华, 范从来, 沈永建. 高管与员工: 激励有效性之比较与互动[J]. 管理世界, 2015, (5): 160 - 171.
Chen Donghua, Fan Conglai, Shen Yongjian. Executives and employees: Comparison and interaction of incentive effectiveness[J]. Management World, 2015, (5): 160 - 171. (in Chinese)
- [5] 赖明勇, 张 新, 彭水军, 等. 经济增长的源泉: 人力资本、研究开发与技术外溢[J]. 中国社会科学, 2005, (2): 32 - 46.
Lai Mingyong, Zhang Xin, Peng Shuijun, et al. Sources of economic growth: Human capital, research and development, and technology spillovers[J]. Social Sciences in China, 2005, (2): 32 - 46. (in Chinese)
- [6] 沈永建, 于双丽, 蒋德权. 空气质量改善能降低企业劳动力成本吗? [J]. 管理世界, 2019, 35(6): 161 - 178.
Shen Yongjian, Yu Shuangli, Jiang Dequan. Can the improvement of air quality reduce the labor cost of enterprises? [J]. Management World, 2019, 35(6): 161 - 178. (in Chinese)
- [7] 杨 付, 王 桢, 张丽华. 员工职业发展过程中的“边界困境”: 是机制的原因, 还是人的原因? [J]. 管理世界, 2012, (11): 89 - 109, 155, 188.
Yang Fu, Wang Zhen, Zhang Lihua. The “boundary dilemma” in the career development of employees: Is it the mechanism or the human reason? [J]. Management World, 2012, (11): 89 - 109, 155, 188. (in Chinese)
- [8] Koch M J, McGrath R G. Improving labor productivity: Human resource management policies do matter[J]. Strategic Man-

- agement Journal, 1996, 17(5): 335 – 354.
- [9] Christensen H B, Floyd E, Liu L Y, et al. The real effects of mandated information on social responsibility in financial reports: Evidence from mine-safety records[J]. Journal of Accounting and Economics, 2017, 64(2 – 3): 284 – 304.
- [10] 雷宇, 郭剑花. 规则公平与员工效率——基于高管和员工薪酬粘性差距的研究[J]. 管理世界, 2017, (1): 99 – 111.
- Lei Yu, Guo Jianhua. Rule fairness and employee efficiency: Based on the gap between executive and employee salary stickiness[J]. Management World, 2017, (1): 99 – 111. (in Chinese)
- [11] 程欣, 邓大松. 社保投入有利于企业提高劳动生产率吗——基于“中国企业—劳动力匹配调查”数据的实证研究[J]. 管理世界, 2020, 36(3): 90 – 101.
- Cheng Xin, Deng Dasong. Is social security investment beneficial for enterprises to increase labor productivity: Empirical research based on the data of “Chinese enterprise-labor force matching survey”[J]. Management World, 2020, 36(3): 90 – 101. (in Chinese)
- [12] 周颖刚, 蒙莉娜, 卢琪. 高房价挤出了谁? ——基于中国流动人口的微观视角[J]. 经济研究, 2019, (9): 106 – 122.
- Zhou Yinggang, Meng Lina, Lu Qi. Who squeezed out high housing prices: Based on the micro perspective of China’s floating population[J]. Economic Research Journal, 2019, (9): 106 – 122. (in Chinese)
- [13] 吴昊旻, 墨沈微, 孟庆玺. 公司战略可以解释高管与员工的薪酬差距吗? [J]. 管理科学学报, 2018, 21(9): 105 – 117.
- Wu Haomin, Mo Shenwei, Meng Qingxi. Can the company strategy explain the gap between the compensation of executives and employees? [J]. Journal of Management Sciences in China, 2018, 21(9): 105 – 117. (in Chinese)
- [14] 葛淳棉, 王琪, 姜军辉, 等. “一带一路”倡议与相关国家人员流动性[J]. 管理科学学报, 2020, 23(6): 110 – 126.
- Ge Chunmian, Wang Qi, Jiang Junhui, et al. “The Belt and Road Initiative” and the mobility of people in related countries [J]. Journal of Management Sciences in China, 2020, 23(6): 110 – 126. (in Chinese)
- [15] 钟宁桦. 公司治理与员工福利: 来自中国非上市企业的证据[J]. 经济研究, 2012, 47(12): 137 – 151.
- Zhong Ninghua. Corporate governance and employee benefits: Evidence from non-listed companies in China[J]. Economic Research Journal, 2012, 47(12): 137 – 151. (in Chinese)
- [16] 陈冬华, 陈富生, 沈永建, 等. 高管继任、职工薪酬与隐性契约——基于中国上市公司的经验证据[J]. 经济研究, 2011, 46(S2): 100 – 111.
- Chen Donghua, Chen Fusheng, Shen Yongjian, et al. Executive succession, employee compensation and implicit contract: Based on empirical evidence from Chinese listed companies[J]. Economic Research Journal, 2011, 46(S2): 100 – 111. (in Chinese)
- [17] Izhakian Y, Yermack D. Risk, ambiguity, and the exercise of employee stock options[J]. Journal of Financial Economics, 2017, 124(1): 65 – 85.
- [18] 马克思. 资本论(第一卷)[M]. 北京: 人民出版社, 2004.
- Marx. Capital (Volume One)[M]. Beijing: People’s Publishing House, 2004. (in Chinese)
- [19] 卢锐, 柳建林, 许宁. 内部控制、产权与高管薪酬业绩敏感性[J]. 会计研究, 2011, (11): 42 – 48.
- Lu Rui, Liu Jianlin, Xu Ning. Internal control, property rights and sensitivity of executive compensation performance[J]. Accounting Research, 2011, (11): 42 – 48. (in Chinese)
- [20] 郭蕾, 肖淑芳, 李雪婧, 等. 非高管员工股权激励与创新产出——基于中国上市高科技企业的经验证据[J]. 会计研究, 2019, (7): 59 – 67.
- Guo Lei, Xiao Shufang, Li Xuejing, et al. Non-executive employee equity incentives and innovation output: Based on empirical evidence of China’s listed high-tech companies[J]. Accounting Research, 2019, (7): 59 – 67. (in Chinese)
- [21] 陈冬华, 梁上坤, 蒋德权. 不同市场化进程下高管激励契约的成本与选择: 货币薪酬与在职消费[J]. 会计研究, 2010, (11): 56 – 64, 97.
- Chen Donghua, Liang Shangkun, Jiang Dequan. The cost and choice of executive incentive contracts under different marketization processes: Monetary compensation and on-the-job consumption [J]. Accounting Research, 2010, (11): 56 – 64, 97. (in Chinese)
- [22] 方军雄. 高管权力与企业薪酬变动的非对称性[J]. 经济研究, 2011, 46(4): 107 – 120.

- Fang Junxiong. Asymmetry of executive power and corporate salary changes[J]. *Economic Research Journal*, 2011, 46(4): 107-120. (in Chinese)
- [23] 刘长庚, 许明, 刘一蓓. 员工获得了“公平”的劳动所得吗——基于中国工业企业数据库的测度与验证[J]. *中国工业经济*, 2014, (11): 128-140.
- Liu Changgeng, Xu Ming, Liu Yibei. Have employees received “fair” labor income-measurement and verification: Based on the database of Chinese industrial enterprises[J]. *China Industrial Economics*, 2014, (11): 128-140. (in Chinese)
- [24] 刘小玄. 民营化改制对中国产业效率的效果分析——2001 年全国普查工业数据的分析[J]. *经济研究*, 2004, (8): 16-26.
- Liu Xiaoxuan. Analysis of the effect of privatization reform on China’s industrial efficiency analysis of the 2001 National Census Industrial Data[J]. *Economic Research Journal*, 2004, (8): 16-26. (in Chinese)
- [25] 马连福, 王丽丽, 张琦. 混合所有制的优序选择: 市场的逻辑[J]. *中国工业经济*, 2015, (7): 5-20.
- Ma Lianfu, Wang Lili, Zhang Qi. Priority order selection of mixed ownership: The logic of the market[J]. *China Industrial Economics*, 2015, (7): 5-20. (in Chinese)
- [26] 叶光亮, 王世强, 陈逸豪. 混合所有制改革与最优专利授权——基于不对称信息的寡头博弈[J]. *管理科学学报*, 2019, 22(11): 54-68.
- Ye Guangliang, Wang Shiqiang, Chen Yihao. Mixed ownership reform and optimal patent authorization: An oligopoly game: Based on asymmetric information[J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2019, 22(11): 54-68. (in Chinese)
- [27] 蔡贵龙, 柳建华, 马新啸. 非国有股东治理与国企高管薪酬激励[J]. *管理世界*, 2018, (5): 137-149.
- Cai Guilong, Liu Jianhua, Ma Xinxiao. Non-state-owned shareholder governance and state-owned enterprise executive compensation incentives[J]. *Management World*, 2018, (5): 137-149. (in Chinese)
- [28] 刘运国, 郑巧, 蔡贵龙. 非国有股东提高了国有企业的内部控制质量吗? ——来自国有上市公司的经验证据[J]. *会计研究*, 2016, (11): 61-68.
- Liu Yunguo, Zheng Qiao, Cai Guilong. Have non-state-owned shareholders improved the quality of internal control of state-owned enterprises: Empirical evidence from state-owned listed companies[J]. *Accounting Research*, 2016, (11): 61-68. (in Chinese)
- [29] 汤泰劫, 吴金妍, 马新啸, 等. 非国有股东治理与审计收费[J]. *审计研究*, 2020, (1): 68-77.
- Tang Taijie, Wu Jinyan, Ma Xinxiao, et al. Non-state-owned shareholder governance and audit fees[J]. *Auditing Research*, 2020, (1): 68-77. (in Chinese)
- [30] 张继德, 刘素含. 从中国联通混合所有制改革看战略投资者的选择[J]. *会计研究*, 2018, (7): 28-34.
- Zhang Jide, Liu Suhan. From the perspective of China Unicom’s mixed ownership reform to see the choice of strategic investors[J]. *Accounting Research*, 2018, (7): 28-34. (in Chinese)
- [31] 李维安. 公司治理学[M]. 第3版, 北京: 高等教育出版社, 2016.
- Li Weian. *Corporate Governance*[M]. 3rd Edition, Beijing: Higher Education Press, 2016. (in Chinese)
- [32] Lin J Y, Li Z. Policy burden, privatization and soft budget constraint[J]. *Journal of Comparative Economics*, 2008, 36(1): 90-102.
- [33] 谢光华, 韩丹妮, 郝颖, 等. 政府补贴、资本投资与经济增长质量[J]. *管理科学学报*, 2020, 23(5): 24-53.
- Xie Guanghua, Han Danni, Hao Ying, et al. Government subsidies, capital investment and the quality of economic growth[J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2020, 23(5): 24-53. (in Chinese)
- [34] 曾庆生, 陈信元. 国家控股、超额雇员与劳动力成本[J]. *经济研究*, 2006, (5): 74-86.
- Zeng Qingsheng, Chen Xinyuan. State holdings, excess employees and labor costs[J]. *Economic Research Journal*, 2006, (5): 74-86. (in Chinese)
- [35] Liu D, Otsuka K. A comparison of management incentives, abilities, and efficiency between SOEs and TVEs: The case of the iron and steel industry in China[J]. *Economic Development and Cultural Change*, 2004, 52(4): 759-780.
- [36] Cronqvist H, Heyman F, Nilsson M, et al. Do entrenched managers pay their workers more? [J]. *The Journal of Finance*, 2009, 64(1): 309-339.
- [37] 权小锋, 吴世农, 文芳. 管理层权力、私有收益与薪酬操纵[J]. *经济研究*, 2010, (11): 73-87.
- Quan Xiaofeng, Wu Shinong, Wen Fang. Management power, private income and salary manipulation[J]. *Economic Research Journal*, 2010, (11): 73-87. (in Chinese)

- [38] Xu N, Li X, Yuan Q, et al. Excess perks and stock price crash risk: Evidence from China[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2014, 25(25): 419–434.
- [39] 陈冬华, 陈信元, 万华林. 国有企业中的薪酬管制与在职消费[J]. *经济研究*, 2005, (2): 92–101.
Chen Donghua, Chen Xinyuan, Wan Hualin. Salary control and in-service consumption in state-owned enterprises[J]. *Economic Research Journal*, 2005, (2): 92–101. (in Chinese)
- [40] 陆正飞, 王雄元, 张鹏. 国有企业支付了更高的职工工资吗?[J]. *经济研究*, 2012, 47(3): 28–39.
Lu Zhengfei, Wang Xiongyuan, Zhang Peng. Have state-owned enterprises paid higher wages for employees?[J]. *Economic Research Journal*, 2012, 47(3): 28–39. (in Chinese)
- [41] Fisher C D, Yuan X Y. What motivates employees? A comparison of US and Chinese responses[J]. *International Journal of Human Resource Management*, 1998, 9(3): 516–528.
- [42] Yueh L Y. Wage reforms in China during the 1990s[J]. *Asian Economic Journal*, 2004, 18(2): 149–164.
- [43] Alesina A, Di Tella R, MacCulloch R. Inequality and happiness: Are Europeans and Americans different? [J]. *Journal of Public Economics*, 2004, 88(9–10): 2009–2042.
- [44] 贺伟, 龙立荣. 实际收入水平、收入内部比较与员工薪酬满意度的关系[J]. *管理世界*, 2011, (4): 98–110.
He Wei, Long Lirong. The relationship between actual income level, internal income comparison and employee salary satisfaction[J]. *Management World*, 2011, (4): 98–110. (in Chinese)
- [45] 马新啸, 汤泰劼, 郑国坚. 国有企业混合所有制改革与人力资本结构调整——基于高层次人才配置的视角[J]. *财贸经济*, 2020, 41(12): 101–116.
Ma Xinxiao, Tang Taijie, Zheng Guojian. State-owned enterprise mixed ownership reform and human capital structure adjustment: Based on the perspective of high-level talent allocation[J]. *Finance & Trade Economics*, 2020, 41(12): 101–116. (in Chinese)
- [46] Feng M, Li C, McVay S. Internal control and management guidance[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2009, 48(2–3): 190–209.
- [47] Bettis J C, Bizjak J, Coles J L, et al. Performance-vesting provisions in executive compensation[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2018, 66(1): 194–221.
- [48] 武立东, 范家瑛, 王凯. 民营股东派驻董事、高管薪酬与企业绩效[J]. *东岳论丛*, 2019, (1): 143–154.
Wu Lidong, Fan Jiaying, Wang Kai. Private shareholders' assignment of directors, senior management compensation and corporate performance[J]. *Dongyue Tribune*, 2019, (1): 143–154. (in Chinese)
- [49] Fernie S, Metcalf D. Participation, contingent pay, representation and workplace performance: Evidence from great Britain [J]. *British Journal of Industrial Relations*, 1995, 33(3): 379–415.
- [50] Fernie S, Metcalf D. It's not what you pay it's the way that you pay it and that's what gets results: Jockeys' pay and performance[J]. *Labour*, 1999, 13(2): 385–411.
- [51] 张红, 周黎安, 梁建章. 内部员工优势——来自企业人事数据的实证证据[J]. *管理世界*, 2017, (12): 141–157, 188.
Zhang Hong, Zhou Li'an, Liang Jianzhang. Internal employee advantage: Empirical evidence from enterprise personnel data[J]. *Management World*, 2017, (12): 141–157, 188. (in Chinese)
- [52] Ahuja G. Collaboration networks, structural holes, and innovation: A longitudinal study[J]. *Administrative Science Quarterly*, 2000, 45(3): 425–455.
- [53] 马新啸, 汤泰劼, 郑国坚. 非国有股东治理与国有企业的税收规避和纳税贡献——基于混合所有制改革的视角[J]. *管理世界*, 2021, 37(6): 128–141.
Ma Xinxiao, Tang Taijie, Zheng Guojian. The governance of non-state shareholders and the tax avoidance and contribution of state-owned enterprises: Based on the perspective of mixed ownership reform[J]. *Management World*, 2021, 37(6): 128–141. (in Chinese)
- [54] 方军雄. 我国上市公司高管的薪酬存在粘性吗?[J]. *经济研究*, 2009, 44(3): 110–124.
Fang Junxiong. Is there any stickiness in the remuneration of executives in my country's listed companies? [J]. *Economic Research Journal*, 2009, 44(3): 110–124. (in Chinese)
- [55] 程敏英, 魏明海. 关系股东的权力超额配置[J]. *中国工业经济*, 2013, (10): 108–120.
Cheng Mingying, Wei Minghai. Over-allocation of power of relationship shareholders[J]. *China Industrial Economics*, 2013, (10): 108–120. (in Chinese)

- [56] 黄速建. 中国国有企业混合所有制改革研究[J]. 经济管理, 2014, (7): 1-10.
Huang Sujian. Research on the reform of mixed ownership of Chinese state-owned enterprises[J]. Business Management Journal, 2014, (7): 1-10. (in Chinese)
- [57] 沈 昊, 杨梅英. 国有企业混合所有制改革模式和公司治理——基于招商局集团的案例分析[J]. 管理世界, 2019, 35(4): 171-182.
Shen Hao, Yang Meiyong. State-owned enterprise mixed ownership reform model and corporate governance: Based on the case analysis of China Merchants Group[J]. Management World, 2019, 35(4): 171-182. (in Chinese)
- [58] 王小鲁, 樊 纲, 胡李鹏. 中国分省份市场化指数报告(2018)[M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2019.
Wang Xiaolu, Fan Gang, Hu Lipeng. China's Provincial Marketization Index Report (2018)[M]. Beijing: Social Sciences Academic Press, 2019. (in Chinese)
- [59] 沈红波, 华凌昊, 许基集. 国有企业实施员工持股计划的经营绩效: 激励相容还是激励不足[J]. 管理世界, 2018, 34(11): 121-133.
Shen Hongbo, Hua Linghao, Xu Jiji. The operating performance of state-owned enterprises implementing employee stock ownership plans: Whether incentives are compatible or insufficient[J]. Management World, 2018, 34(11): 121-133. (in Chinese)
- [60] 马新啸, 汤泰劼, 蔡贵龙. 非国有股东治理与国有企业去僵尸化——来自国有上市公司董事会“混合”的经验证据[J]. 金融研究, 2021, (3): 95-113.
Ma Xinxiao, Tang Taijie, Cai Guilong. Governance of non-state-owned shareholders and dezombification of state-owned enterprises: Empirical evidence from the “mixed” of the board of directors of state-owned listed companies[J]. Journal of Financial Research, 2021, (3): 95-113. (in Chinese)

Non-state shareholders' governance and employee incentive in SOEs: From the perspective of mixed ownership reform

MA Xin-xiao^{1, 2}, TANG Tai-jie^{3*}, ZHENG Guo-jian⁴

1. Management College, Ocean University of China, Qingdao 266100, China;
2. China Business Working Capital Management Research Center, Qingdao 266100, China;
3. Guanghua School of Management, Peking University, Beijing 100871, China;
4. School of Business, Sun Yat-sen University, Guangzhou 510275, China

Abstract: Employees are the core power of enterprises to create wealth and national economic development. How to effectively improve employee incentives in SOEs has become a key to comprehensively deepening the reform in the new era. This paper studies the impact of non-state shareholders' governance on employee incentives in SOEs in the context of mixed ownership reform. It finds that the participation of non-state shareholders in high-level governance of SOEs can significantly improve the pay performance sensitivity of employees, and this effect is more obvious in SOEs with better external institutional environment, local control, high-level equity balance and better internal control; while simple equity balance has no corresponding effect. Further research shows that non-state shareholders can also promote SOEs to implement more employee stock ownership plans and improve employees' working environment, and ultimately improve the market value and production efficiency of SOEs. Therefore, this paper not only provides useful supplements to the relevant research on employee incentives and mixed ownership reform of SOEs, but also provides policy reference for national leader to comprehensively deepen the reform of SOEs at the national strategic level.

Key words: SOEs; employee incentive; mixed ownership reform; non-state shareholders' governance