

# 因“类”制宜？国企高管职业前景 评估下的投资选择

张霖琳 刘 峰 权小锋\*

**摘要：**代理人如何行动影响绩效评估结果与奖励政策，是职业关注激励研究的焦点。本文以中国国企内部劳动力市场为例，探讨不同职业前景下国企高管的投资选择。结果发现，国企高管投资决策存在“择机而为”特征。晋升前景好的国企高管，为强化优势，下期增加投资意愿更强，但侧重内生且短期低风险固定资产投资方式。任职预期会负向调节这一行为。且在政府股东话语权强的国企，结果更显著。考虑外部经济、政治环境变化，结论一致。

**关键词：**国有企业；职业关注；投资行为

**DOI：**10.13821/j.cnki.ceq.2023.03.16

## 一、引 言

职业关注历来是隐性激励研究的主要内容。职业关注理论主张，委托人与代理人之间存在动态信息反馈与内生学习机制。代理人会主观评判未来某一时间内的职业前景，调整工作投入及风险偏好；而委托人则通过特定报酬规则，影响代理人职业预期，并减少代理冲突（Holmstrom and Costa, 1986）。外部劳动力市场，代理人职业关注焦点是未来薪酬定价；而内部劳动力市场，职位升迁是关注焦点。发达国家公司 CEO，职位已至公司层级顶端，内部不存在晋升可能性，更多依赖流动性强的外部市场，获取额外职业发展机会（Coles et al., 2017）。因此，已有职业关注文献，多聚焦外部劳动力市场中 CEO 或独立董事、基金经理、分析师等群体，在市场声誉或者职业年龄驱动下的经济行为，包括信息披露、避税、投资策略等（Chevalier and Ellison, 1999; Hong et al., 2000; Jiang et al., 2015; 孟庆斌等, 2015; Horton et al., 2017; Zhang, 2021; Li et al., 2022），但缺乏内部劳动力市场条件下，基于职位晋升的职业关注激励研究。而中国国有企业，由于国有资产多层级管理体制与干部管理制度形成的特有内部劳动力市场，为此提供了研究可能。

2003 年国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国资委”）成立后，以职位升降为核心的晋升评价规则，成为国有企业重要的人事激励安排（丁肇启和萧鸣政, 2018）。一方面，国企系统涌现出一批优秀经营者，从基层晋升至关键岗位，领导企业做大做强；另一方面，部分国企高管为快速晋升，盲目投资，高负债经营，造成国有资产

\* 张霖琳，北京交通大学经济管理学院；刘峰，厦门大学会计发展研究中心；权小锋，苏州大学东吴商学院。通信作者及地址：刘峰，福建省厦门市思明区思明南路 422 号，361005；电话：18959211166；E-mail：fliu@xmu.edu.cn。作者感谢国家自然科学青年基金（72002011）的资助。感谢中欧国际工商学院芮萌、香港理工大学曾诚、中南财经政法大学杨国超、中山大学蔡贵龙等学界同仁及三位匿名审稿专家的宝贵建议，文责自负。

产流失。譬如，2020年落马的杭州市实业投资集团前总经理披露，其任中为谋升迁追求“短平快”政绩。<sup>1</sup>2017—2018年审计发现，不少央企存在重大投资项目、重大股权收购等未经批准违规决策、可行性研究不够等问题。<sup>2</sup>依据 Baumol (1996)，社会报酬规则引导企业家行为。那么，为什么国企高管群体倾向于追求短期投资？在薪酬管制背景，兼之“二元”经理人市场结构下，国企高管晋升评价激励机制，如何塑造国企代理人的职业生涯预期，并影响其投资行为？投资质量如何？不同类型国企，如国有持股比重高与比重低的国企，央企与地方国企，垄断国企与竞争国企，政府股东话语权不同，考核环境与职位晋升空间不同，国企高管投资行为有何不同？

以往国企高管职业关注激励研究，一是关注晋升对薪酬激励如在职消费、薪酬差距及薪酬业绩敏感性的影响（王曾等，2014；步丹璐等，2017；Cao et al., 2019）；二是比较晋升高管与非晋升高管在研发投入、公司并购与公司捐赠等方面差异（郑志刚等，2012；陈仕华等，2015；周铭山和张倩倩，2016）。这些研究启发思考：国企高管职业关注如何界定？现有文献是否捕捉了晋升考评激励规则的制度性特征？使用前任高管晋升或高管年龄衡量职业关注，是否合适？用晋升事实反推国企高管行为，如何克服内生性等计量偏误？

本文选取国有上市公司离任高管的职位变动数据，研究国企高管在不同职业前景下的投资选择，以理顺其中的制度逻辑。附表1案例初步反映了国企高管职业变更经历与差异化投资风格之间的关联。<sup>3</sup>实证研究进一步发现，国企高管各阶段投资决策，受制于职业发展前景。这里，包括晋升期望与预期任期。晋升期望高且预期任期短的国企高管，为强化竞争优势，投资更加“短期化”。投资水平上，会加大固定资产投资与并购投资；但投资方式上，更偏好内生且短期的固定资产投资，以规避并购项目耗时长、复杂及风险大等问题；投资效率会受损。并且，政府股东话语权，是重要的场景变量。在政府控股国企、地方国企与垄断国企中，晋升期望、预期任期对高管投资行为的影响更强。考虑“四万亿”投资与反腐等外生经济、政治冲击及其他稳健性测试，结论不变。

本研究兼具理论与现实价值：首先，丰富了职业关注文献。一是补充了职业关注激励模型中代理人向委托人进行动态信息反馈的经验证据（Holmstrom, 1999）；二是将基于声誉的外部劳动力市场研究（Fama, 1980），延展至晋升激励驱动的内部劳动力市场，将未来晋升收益与成本，概念化并实证估算，与 Holmstrom and Costa (1986) 的研究相呼应。

其次，扩展了国企高管激励研究的内容。过往文献多关注薪酬激励、在职消费（陈冬华等，2005）。国企高管变更研究，则遵循“变更-业绩敏感性”或“晋升-业绩敏感性”的研究思路（Kato and Long, 2006；Chang and Wong, 2009；杨瑞龙等，2013；刘青松和肖星，2015；张霖琳等，2015），缺乏经济后果的研究。本文从职业关注激励角度，分析国企投资的决策逻辑，创新了国企高管激励与投资的研究视角。

<sup>1</sup> 详见中共中央纪律检查委员会、国家监察委员会网站：<https://www.ccdi.gov.cn/yaowenn/202110/t20211020-151620.html>，访问时间：2023年2月10日。

<sup>2</sup> 审计公告原文参考：<https://www.audit.gov.cn/n5/n25/c123621/content.html>，访问时间：2023年2月10日；具体事例可见“2018年第28号公告：中国轻工集团有限公司2016年度财务收支等情况审计结果”（<https://www.audit.gov.cn/n5/n25/c123544/content.html>，访问时间：2023年2月10日）。

<sup>3</sup> 篇幅所限，未在正文列示，感兴趣的读者可在《经济学》（季刊）官网（<https://ceq.ccer.pku.edu.cn>）下载附录。

再次，创新了研究思路。本文未采用薪酬差距、前任或本人升降、高管年龄或其他影响高管晋升各种因素的简单加总等度量思路，而是依据现有考核办法与晋升实践，构建国企高管职业发展前景计量模型，估算并测算其预测精确度，减少结果变量或其他间接度量办法引发的内生性、间接性和片面性等问题（陶然等，2010）。

最后，本研究具有重要现实启发。国企高管低效投资治理，需激励与约束并重。开“投资负面清单”与投资终身追责，旨在降低国企高管投资决策中的道德风险。但新问题是，如何激励国企高管发挥能动性，更好地投资？“堵”与“疏”相结合，引导国企高管由不敢干，变成愿意干与好好干。尤其，伴随委任制、聘任制与任期制等任职方式调整，如何协调国企高管人事与薪酬激励制度，实现个人职业发展短期目标与国有资产保值增值长期目标间的相容，是未来国企人事改革的新挑战。

余文安排如下：第二部分是制度背景，理论分析及研究假说；第三部分为研究设计；第四部分是实证结果；第五部分为内生性问题与稳健性检验；最后是结论性评述。

## 二、制度背景与理论逻辑

### (一) 制度背景：晋升考核与投资管理

#### 1. 国企高管晋升考核办法：“一岗多责，业绩优先”

2003—2019年，国资委颁布《中央企业负责人经营业绩考核办法》(2003, 2006, 2009, 2012, 2016, 2019)，搭建与国有资产管理体制相配合的评价与激励体系。地方各级国资委依据本地实际，参照制定本地办法。《中央企业领导班子和领导人员综合考核评价办法（试行）》(2009)与《中央企业领导人员管理规定》(2018)等文件则从组织规则与组织程序上，明确央企干部的考核与任免标准。如《中央企业领导人员管理规定》(2018)“第五章 考核评价”强调，选拔任用中央企业领导人员，经营业绩表现、政治表现与作风形象等，缺一不可。而具体到经营业绩考核，国资委对央企负责人采用年度考核与任期考核（三年）相结合，考核结果与薪酬奖惩、职务任免相挂钩的考评思路。国资委或其授权代表与企业负责人签订年度与任期责任书，每半年追踪审查实际执行情况；根据年度和任期考核得分，将其分为A、B、C、D、E五个级别，考核结果为D级和E级的负责人，会受到不再任命、续聘或工作调整惩罚。而年度与任期考核指标，包括“利润总额”“净资产收益率”和“经济增加值”，以及“国有资产保值增值率”“三年主营业务收入平均增长率”和“总资产周转率”。

#### 2. 国企高管任免及任期：行政不确定性

当前混合所有制与国企分类改革，并未改变国资管理部门作为国企高管考评与任免主体这一事实。尽管“任期经营业绩责任书以三年为考核期”，国资委与上级组织可灵活调整国企高管任免。因此，国企高管任职具有行政不确定性。实践中，国企高管任期存在较大差异。同时，年龄也影响国企高管任职预期与晋升策略。作为党政干部储备人才，国企领导人有退休年龄限制，每一行政级别有“潜在”年龄限制。

#### 3. 国企投资管理

2003—2006年，国企投资活动并无严格准则。国资委也只提及对“虚报、瞒报财务

状况”“导致重大决策失误、重大安全与质量责任事故、重大环境污染责任事故、重大违纪和法律纠纷案件，给企业造成重大不良影响或者国有资产损失”行为有处分。2006年、2012年和2016年，国资委出台《中央企业投资监督管理暂行办法》《中央企业境外投资监督管理暂行办法》和《关于建立国有企业违规经营投资责任追究制度的意见》等文件，对中央企业投资活动初步进行制度化管理。但只要各级国资委与国企高管长期委托-代理关系不变，国企代理人经营投资过程中的道德风险问题仍存在。

## （二）理论建模：国企高管晋升期望、任期预期与投资行为

为理解国企高管职业发展预期对投资决策的治理逻辑，本文构建一个简单模型。首先假定国企高管为理性经济人，其任职期间收益包括薪酬等货币收益与非货币收益。设其晋升前收益为  $NR$ ，晋升后收益为  $FR$ ， $NR$  和  $FR$  皆为可预期常数，且  $FR > NR$ 。 $\theta$  为高管晋升概率，代表其晋升预期； $C$  为高管努力  $Be$  所花费代价，这里  $Be$  对应国企高管各种行为集合 (*Behaviors*)； $\theta$  与  $C$  满足  $\theta'(Be) > 0$  及  $C'(Be) > 0$ 。基于此，国企高管效用函数为：

$$U = \theta(Be, t, \varepsilon) \cdot FR + (1-\theta) \cdot NR - C(Be, t, \varepsilon),$$

其中， $t$  为任期， $\varepsilon$  为一个晋升要素集合：

$$\varepsilon = \{\text{Age, Education, Political Connections, Others}\}.$$

基于效用最大化原则，本文得到  $U'(Be) = 0$ ，即：

$$FR \cdot \frac{\partial \theta}{\partial Be} - NR \cdot \frac{\partial \theta}{\partial Be} - \frac{\partial C}{\partial Be} = 0.$$

上述式子记为  $F(Be, t) = 0$ ，对  $t$  求导，得：

$$\frac{\partial F}{\partial t} = - \frac{\frac{\partial F}{\partial Be}}{\frac{\partial Be}{\partial t}} = - \frac{(FR - NR) \cdot \frac{\partial^2 \theta}{\partial Be \cdot \partial t} - \frac{\partial^2 C}{\partial Be \cdot \partial t}}{(FR - NR) \cdot \frac{\partial^2 \theta}{\partial Be^2} - \frac{\partial^2 C}{\partial Be^2}}$$

其中，由  $\theta'(t) = 0$  得  $t_1$ ， $t_1$  的数学特征如下：

$$\begin{cases} \frac{\partial^2 \theta}{\partial Be \cdot \partial t} > 0, \frac{\partial^2 C}{\partial Be \cdot \partial t} < 0 & t < t_1 \\ \frac{\partial^2 \theta}{\partial Be \cdot \partial t} < 0, \frac{\partial^2 C}{\partial Be \cdot \partial t} > 0 & t > t_1. \end{cases}$$

故，当  $t < t_1$  时， $\frac{\partial Be}{\partial t} > 0$ ；当  $t > t_1$  时， $\frac{\partial Be}{\partial t} < 0$ ，其中，

$$\frac{\partial^2 \theta}{\partial Be^2} < 0, \frac{\partial^2 C}{\partial Be^2} > 0.$$

如上模型说明，理性国企高管会随任期动态评估晋升可能，相机调整努力水平  $Be$ 。接下来，实证将估算国企高管“不确定的晋升收益”，并检验其与投资行为的因果联系。

## （三）研究假说：国企高管职业发展前景与投资行为

### 1. 晋升期望与国企高管投资

国企高管并不是纯粹经理人，其承担了政治、社会、经济等多重责任，具有“类官

员”身份；由于组织任命及行政级别等缘故，主要在体制内劳动力市场流动。体制内外差异化规则，会产生“锁定”效应（王珺，2001）。追求职位晋升，并获取“控制权回报”及职务消费，成为国企高管的理性选择（黄群慧，2000；Chen et al., 2018）。享有行政级别的国企高管，追求调至层级更高的企业平台或党政部门，以获取更大资源控制权。纵向上，依托金字塔集团架构，国企高管以所在企业集团为职位升降通道，在子孙公司、母公司以及集团总部调整职位，变更控制权收益。行政级别则为国企高管横向“流动”提供了标尺，其可外调至其他企业集团，抑或政府部门（《党政领导干部选拔任用工作条例》(1995, 2002, 2014) 以及《党政领导干部交流工作规定》(1999, 2006))。但在逐级淘汰竞赛范式下，每一级别行政干部有任职年龄限制，须在一定年龄实现升迁，否则基本丧失进一步晋升机会（周黎安，2007）。

每一轮国企高管，需要综合各方公开或私有信息，判定本轮竞赛乃至可预期任期内个人晋升的前景。在上任之初，出于职业关注动机，国企高管会判断过往企业经营中个人经济、政治表现，以及年龄、学历、社会关系等，与上一轮成功晋升的其他国企高管以及本轮潜在竞争对手比较，预估本轮晋升可能性（收益）与可能耗费时间（成本），决定个人努力水平（Che et al., 2017），实现效用目标。如果，国企高管判断未来晋升空间大、概率高，为继续维持晋升优势，强化上级组织的良好印象，其会采取短期行为，积极增加固定资产投资与并购投资，以保持当前业绩良好态势。因此，本文预期：

**假说 1** 其他条件一定，职位晋升期望越高，国企高管越愿意增加投资水平。

但国企高管，除考虑努力投入外，还会权衡风险。为确保安全性，晋升优势大的国企高管并不会一味追求风险。过度追求风险可能会导致失败，并面临惩罚威胁。尤其，国企领导任职期间受任中审计与离任审计等外部监督。因此，为规避风险，晋升胜算较大的国企高管，会有所收敛。为监督中央企业负责人不合理投资行为，国资委也出台各类条例加以引导。通过事前报备、事中通知与事后评价限制央企负责人在投资决策中的机会主义行为。因此，晋升前景较好的国企高管，更偏向内生的固定资产投资扩张策略。因为并购投资，所耗时间长、不确定性大和整合成本高，行政审批与报备手续繁琐，国企高管决策自主空间有限（姜付秀等，2008）。从风险控制角度，本文提出假说 2：

**假说 2** 其他条件一定，职位晋升期望越高，国企高管越偏好内生的固定资产投资方式。

## 2. 预期任期与国企高管投资

经理人任职时点及任期不同，努力投入及风险偏好也不同。Dechow and Sloan (1991) 将经理人围绕任期发生的机会主义行为，称为“任职期限问题”。经理人越接近替换时点，预期任期越短，行为越短视。这一代理问题，同样存在于国企中。国企高管任期缺乏显性合约约束，任职存在不确定性。国资管理部门与国企高管在长期博弈中会形成一个关于任期的模糊共识，组织任免导致国企高管追求个人职业晋升过程中存在考核周期。

国企高管会参照前任高管、同地区和同行业同一位置其他高管的年龄和任期，评估本人年龄与既有任期，预估剩余任期。晋升机会一定，预期任期较短的国企高管，更倾向于积极作为，偏好即时回报的短期投资，迎合上级政策（Li et al., 2017）。而预期任

期较长的国企高管，晋升收益短期内无法实现，晋升强激励被分解到较长的时间，相对关注投资项目的长期收益（张兆国等，2014）。因此，本文提出假说3：

**假说3** 其他条件一定，预期任期反向调节晋升期望与国企高管投资决策的关系。

假说1至假说3的内在机理见图1。

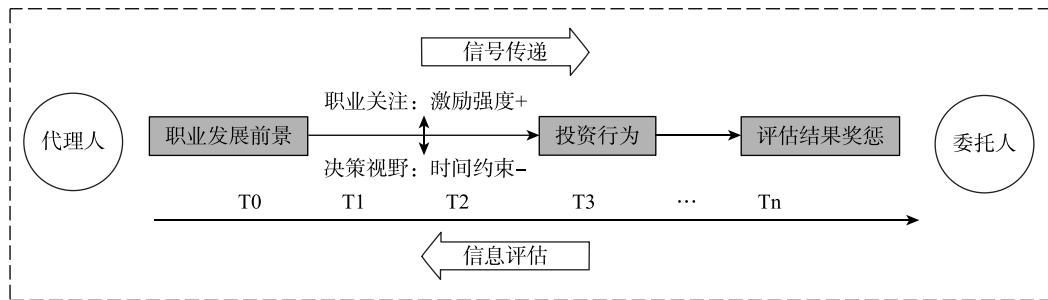


图1 国企高管职业发展前景对投资行为的治理逻辑

### 三、研究设计

#### （一）样本选择与数据来源

考虑实际控制人信息披露时间和国资委成立时间，并排除2014年后国企分类管理与混合改革等制度冲击，本文选择2003—2014年间产权稳定国有沪深A股非金融上市公司为研究样本。2014年之后，国企分类管理与混改实验启动，但国有资产纵向分级管理制度依然有效。因此，样本选择不影响结论。

国有企业财务与治理数据，根据CSMAR与Wind数据库整理。国企高管职位升降数据，根据CSMAR数据库、上市公司年报及高管变更公告等手工整理，并参照新浪财经、公司官网及各级国资委官网核实。通过比较国企董事长、总经理及党委书记离职前后单位、职位及行政级别变化，结合股东单位兼职，确定职位升降。若离职后，新任职单位与原上市公司存在股权隶属关系，则依照股权架构判定升降，否则，依照前后任职职位行政级别差异确定。根据国企高管离任原因及离职后去向，本文将离任状态划分为“降职、平调及晋升”三类。（1）“降职”包括：高管降职到下级企业单位如子公司或孙公司，因为涉案、被证监会处罚、丑闻曝光等客观原因而被解聘，在公司内部降职为董事、副总等其他高管职位或调任至其他同级企业单位的董事、副总职位，及离任后在股东单位（上级企业单位）被降职；（2）“平调”包括两类：调任至同级企业单位同级职位，离任后回到股东单位继续任职原有兼任岗位。（3）“晋升”包括：调任至政府部门，在股东单位升职，调任同级企业单位并获得职位晋升，如本公司总经理或党委书记升任其他同级单位董事长。

#### （二）变量定义：晋升期望与预期任期

如前所述，晋升考评激励规则下，国企高管对个人职业前景评估，涉及晋升期望与预期任期。

### 1. 晋升期望

晋升期望衡量国企高管晋升前景好坏，取决于两方面比较：一是公共信息（public information），包括中央及地方各级国资委制定的绩效考评规定，以及过往国企高管职位升降实例；二是私有信息（private information），包括国企高管个人资历、过往任职表现及过去职业发展路径。因此，本文分两步进行估算。借鉴 Cao et al. (2019)，第一步，设定有序 Logit 模型 (1)，预估每个高管的晋升期望模型参数。采用逐个不放回的全样本回归办法，估算参数，得估算模型 (2)。模型参照《中央企业负责人经营业绩考核办法》(2003, 2006, 2009, 2012, 2016, 2019) 和地方国资委考核规定，以及政府官员与国企高管职位晋升影响因素文献（杨瑞龙等，2013；刘青松和肖星，2015；张霖琳等，2015；Che et al., 2017）。第二步，将滞后一期变量带入预测模型 (2)，动态预估国企高管每一期职业晋升期望  $Promoexp_{i,t}$ 。

该方法的优势在于：估算模型与公开晋升评价体系逻辑一致；估算样本包含了前任高管以及同行业、同地区其他可比高管的职业变迁信息，控制了不同国企高管职业变更的异质性；滞后一期数据，动态考虑国企高管每一期业绩因素；参照文献与考评办法，尽可能包含了影响国企高管职位升降的因素，采集的任职信息更全面；估算结果可进行统计精度与准确性验证。但不足之处在于，无法控制所有影响变量。

$$\begin{aligned} Promotion_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 Perf_{i,t} + \alpha_2 Burden_{i,t} + \alpha_3 Politicain_{i,t} + \alpha_4 Edu_{i,t} + \alpha_5 Age_{i,t} \\ & + \alpha_6 Age60_{i,t} + \alpha_7 Tenure_{i,t} + \alpha_8 Asset_{i,t} + \alpha_9 Level_{i,t} \\ & + \alpha_{10} Monopoly_{i,t} + \alpha_{11} Stage_{i,t} + \alpha_{12} District_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} \widehat{Promoexp}_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 Perf_{i,t-1} + \alpha_2 Burden_{i,t-1} + \alpha_3 Politicain_{i,t-1} + \alpha_4 Edu_{i,t-1} \\ & + \alpha_5 Age_{i,t-1} + \alpha_6 Age60_{i,t-1} + \alpha_7 Tenure_{i,t-1} + \alpha_8 Asset_{i,t-1} \\ & + \alpha_9 Level_{i,t-1} + \alpha_{10} Monopoly_{i,t-1} + \alpha_{11} Stage_{i,t-1} + \alpha_{12} District_{i,t-1}. \end{aligned} \quad (2)$$

模型 (1) 与模型 (2) 中， $Promotion_{i,t}$  表示离任国企高管  $i$  第  $t$  年升降状态，取值分别为  $-1, 0, 1$ ： $-1$  代表降职， $0$  代表平调， $1$  代表晋升。 $\widehat{Promoexp}_{i,t}$  为使用滞后一期数据动态估算的国企高管  $i$  第  $t$  年期初晋升期望； $Perf$  为所在国企总资产收益率，衡量其任职期间业绩表现。政策性负担 ( $Burden$ )，借鉴林毅夫和李志贊 (2004) 以及白俊和连立帅 (2014)，详见模型 (3)。其他变量详见附表 2。<sup>4</sup>

模型 (3) 对残差  $\mu$  取绝对值，衡量  $Burden$ 。因变量  $INTENC_{i,t}$  表示公司  $i$  第  $t$  年资本密集程度，用每百万资产雇佣员工衡量， $Asset_{i,t-1}$ ,  $Debt_{i,t-1}$ ,  $Growth_{i,t-1}$ ,  $ROA_{i,t-1}$ ,  $Capital_{i,t-1}$  代表第  $t-1$  年的公司资产规模、资产负债率、成长性、资产收益率及资产结构， $Industry$ ,  $Year$  及  $District$  对应行业、年度及地区虚拟变量。大量纲连续变量，回归时取对数，连续变量按照 1% 标准缩尾处理。

$$\begin{aligned} INTENC_{i,t} = & \gamma_0 + \gamma_1 Asset_{i,t-1} + \gamma_2 Debt_{i,t-1} + \gamma_3 Growth_{i,t-1} + \gamma_4 ROA_{i,t-1} \\ & + \gamma_5 Capital_{i,t-1} + YearFE + IndustryFE + DistrictFE + \mu_{i,t}. \end{aligned} \quad (3)$$

<sup>4</sup> 篇幅所限，未在正文列示，感兴趣的读者可在《经济学》(季刊) 官网 (<https://ceq.ccer.pku.edu.cn>) 下载附录。

## 2. 预期任期

预期任期衡量晋升时间的不确定性，其估算考虑国企高管考评与职位升降的年龄及任期惯例，并借鉴 Antia et al. (2010)，使用公式(4)构建变量。其中， $Tenure_{i,t}$ 表示*i*国企董事长或CEO截至*t*年的任职年限， $Tenure_{dis,ind,t}$ 表示*i*国企所处地区、所属行业的国企董事长或CEO截至*t*年时的平均任职年限，二者之差代表任期维度上高管的预期任期； $Age_{i,t}$ 代表*i*国企董事长或CEO截至*t*年时的任职年龄， $Age_{dis,ind,t}$ 表示*i*国企所处地区、所属行业的国企董事长或CEO截至*t*年时的平均任职年龄，二者之差代表年龄维度上高管的预期任期；上述两个维度的预期任期之和即为国企高管的预期任期。

$$DH_{i,t} = (Tenure_{dis,ind,t} - Tenure_{i,t}) + (Age_{dis,ind,t} - Age_{i,t}). \quad (4)$$

### (三) 模型设定：投资决策

参照潘红波等(2008)和Li et al.(2017)，本文设定混合OLS模型(5)，观察国企高管投资决策。模型(5)中除影响投资的滞后一期可控因素外，同时控制年度固定效应(Year FE)、行业固定效应(Industry FE)。考虑公司基本面差异及代理成本影响(Shleifer and Vishny, 1989)，模型(5)中还控制了公司规模(Size)，资产负债率(Leverage)，公司盈利能力(Roa)，公司增长能力(Growth)，这里用Tobin's *q*衡量，自由现金流比率(Fcf)，管理费用率(Adm)，独董比例(Indep)，董事会规模(Board)，第一大股东持股比例(Bigsh)，详见表1。

模型(5)中投资水平包括固定资产投资与并购投资两方面。 $Inv\_fix_{i,t}$ 衡量国企高管当年固定资产投资水平，等于(公司*i*第*t*年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金—*t*年处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额)/期初总资产； $Inv\_mer_{i,t}$ 衡量并购规模，为其任职期间的并购频次。 $Invpref_{i,t}$ 表示投资扩张方式，为虚拟变量，当国企高管任中并购规模大于固定资产投资金额时取1，否则取0。

$$\begin{aligned} Invlev_{i,t}(Invpref_{i,t}) = & \theta_0 + \theta_1 Promoexp_{i,t} + \theta_2 DH_{i,t} + \theta_3 DH_{i,t} \times Promoexp_{i,t} \\ & + Q \sum Control_{t-1} + YearFE + IndustryFE + \tau_{i,t}. \end{aligned} \quad (5)$$

表1 国企高管投资决策模型变量定义表

概念范畴	变量名称	变量定义
投资水平	$Inv\_fix$	固定资产投资，测度国企高管当年固定资产投资水平，等于(公司当年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金—当年处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额)/期初总资产
	$Inv\_mer$	并购投资，为任职期内并购频次
投资方式	$Invpref$	扩张偏好，若任中并购金额大于固定资产投资金额取值1，否则取值0
国企高管职业发展预期	$Promoexp$	晋升期望，衡量晋升前景，估算模型详见模型(2)
	$DH$	预期任期，衡量任期不确定性，计算方法详见模型(4)
控制变量	$Size$	公司规模，雇员人数取对数
	$Leverage$	公司杠杆，等于总负债/总资产
	$Roa$	公司盈利能力，等于净利润/年初总资产

(续表)

概念范畴	变量名称	变量定义
控制变量	<i>Tobin'q</i>	公司成长性 <i>Tobin'q</i> , 等于 (每股价格×流通股份数+每股净资产×非流通股份数+负债账面价值)/总资产
	<i>Fcf</i>	现金流比率, 等于经营现金净流量/总资产
	<i>Adm</i>	管理费用率, 等于管理费用/主营业务收入
	<i>Board</i>	董事会规模, 等于董事会人数取对数
	<i>Indep</i>	独董比例, 等于独董人数/董事会规模
	<i>Bigsh</i>	第一大股东持股比例

## 四、实证结果与分析

### (一) 描述性统计

本文整理离任国企董事长、总经理与党委书记共计 2 341 人, 涉及 874 家国有企业上市公司(含金融行业国企 23 家, 46 人, 回归时删除)。央企、省属国企与市县级及以下国企占比 32.98%、44.99% 与 22.03%, 竞争国企与垄断国企占比 57.04% 和 42.96%。东部地区国企与中西部地区国企占比 57.64% 与 42.36%, 样本整体分布较均匀。剔除离任去向“未知、退休生病及体制外”的高管共 572 人, 余 1 769 人次; 平调与晋升国企高管平均占比 75.98% (等于 1—24.02%), 央企为 79.94%, 高于市县级国企的 66.45%, 降职则相反, 央企低于省属及市县级国企, 表明国企高管职业安全与其行政层级正相关。集团内职业升降是常态, 占比 70% 以上, 央企高于省属及市县级国企; 集团外升降变化则相反, 地方国企高于央企。国企高管的职位变动特征及流动范围, 侧面证明晋升存在隐性激励作用。

本文仅保留非金融国有企业上市公司, 删除离任去向未知、退休或生病等升降不明样本, 计算晋升期望。晋升期望估算结果符合统计特征(史思雨和孙静春, 2017)。预期任期均值为 0.001 年, 标准差为 5.545 年, 取值范围为 -21.071 年至 19.607 年, 样本高管差异大。*DH* 为负表明该高管早该离任, 而正值则表明未来可期留任时间尚多。

表 2 为投资决策模型变量的描述性统计。*Inv\_fix* 平均为 7%, 标准差为 8.9%, 最大值为 49%, 说明国企高管的固定资产投资差异较大; 年度并购金额平均为 21 300 万元, 平均资产占比为 4.4%, 并购规模最高为总资产的 5.540 倍。此外, 约 51% 的国企高管任中发生了并购行为, 平均为 1 次, 但差异明显。*Invpref* 均值为 0.287, 表明约 29% 的国企高管更侧重并购投资。其他财务与治理变量见表 2, 部分取对数。

表 2 投资决策模型变量描述性统计<sup>5</sup>

变量	观察值	均值	标准差	最小值	最大值
固定资产投资 ( <i>Inv_fix</i> )	5 925	0.071	0.089	-0.054	0.490
并购频次 ( <i>Inv_mer</i> )	6 370	1.268	2.002	0	16

<sup>5</sup> 连续变量在 1% 水平进行了缩尾处理。

(续表)

变量	观察值	均值	标准差	最小值	最大值
投资方式 ( <i>Invpref</i> )	3 299	0.287	0.452	0	1
晋升期望 ( <i>Promoexp</i> )	4 126	0.489	0.093	0.278	0.705
预期任期 (DH)	6 368	0.001	5.545	-21.071	19.607
公司规模 (Size)	6 124	7.703	1.380	3.830	11.150
资产负债率 (Leverage)	6146	0.528	0.209	0.081	1.191
资产收益率 (Roa)	6 146	0.023	0.069	-0.289	0.194
成长性 (Tobin's q)	6 100	0.726	0.171	0.197	1.115
现金流比率 (Fcfcf)	6 156	0.051	0.080	-0.192	0.284
管理费用率 (Adm)	6 145	0.092	0.095	0.004	0.680
董事会规模 (Board)	6 067	2.258	0.198	1.609	2.708
独董比例 (Indep)	6 067	0.350	0.054	0.182	0.556
第一大股东持股 (Bigsh)	5 912	42.981	16.085	11.900	80.250

## (二) 国企高管职业前景评估与投资行为

### 1. 基本回归

表3报告了假说1至假说3的回归结果。首先，分析投资水平。列(1)与列(2)中，*Promoexp*回归系数为0.064与5.086，在5%与1%统计水平上显著<sup>6</sup>，表明在晋升竞争压力下，晋升期望较大的国企高管倾向于加大本期固定资产投资水平，强化优势地位，假说1得证。但并不会一味扩张，而是权衡任职时间，约束扩张冲动。列(1)与列(2)中，*DH*系数显著为负，说明晋升所耗费的时间成本会调减晋升期望对投资扩张的刺激效应。这是因为，尽管晋升希望较大，但较长的预期任期使高管需要更长时间变现晋升收益，其有更长时间向上级组织释放个人能力信号，并减缓投资冲动，假说3得证。同时考虑*Promoexp*与*DH*发现，*DH*×*Promoexp*在列(1)与列(2)中正向，但仅在列(2)显著，表明当国企高管面临“不确定的晋升收益”时，晋升期望对投资扩张的正向激励效应强于预期任期的负向效应。当然国企高管投资活动是否高效，另有分析。

接下来，比较投资方式。投资扩张方式反映了国企高管的风险态度。比较而言，并购投资更激进，战略风险更大，能够迅速获取资源，扩大企业规模，获得社会关注(Shi et al., 2017)。列(3)列示了国企高管对投资方式的选择偏好。*Promoexp*与*DH*在1%统计水平上整体显著，前者为负，后者为正，表明晋升期望大的国企高管任中固定资产投资规模平均高于并购投资。结合列(1)与列(2)，说明晋升前景好的国企高管更倾向于固定资产投资扩张方式，但预期任期会减弱这种偏好，假说2与假说3得证。*DH*×*Promoexp*在列(3)显著为负，与*Promoexp*符号保持一致，说明尽管同受晋升收益与预期任期影响，但前者对国企高管的扩张方式起主导作用。

<sup>6</sup> 实证结果符合计量原理与t值计算规则。回归模型(5)同时控制行业与年度固定效应，并在年度层面进行聚类，导致*Promoexp*的t值统计量因为自由度分布改变而临界值增加。

表 3 国企高管职业发展预期与投资决策

变量名	投资水平			投资方式
	<i>Inv_fix<sub>i,t</sub></i>		<i>Inv_mer<sub>i,t</sub></i>	
	(1)	(2)	(3)	
<i>Promoexp<sub>i,t</sub></i>	0.064** (2.83)	5.086*** (19.59)	-4.891*** (-10.81)	
<i>DH<sub>i,t</sub></i>	-0.001** (-3.06)	-0.064*** (-12.46)	0.058*** (5.52)	
<i>DH<sub>i,t</sub> × Promoexp<sub>i,t</sub></i>	0.003 (1.41)	0.130** (2.46)	-0.223** (-2.32)	
<i>Size<sub>i,t-1</sub></i>	0.001 (1.01)	0.171*** (4.29)	-0.373*** (-12.41)	
<i>Leverage<sub>i,t-1</sub></i>	-0.002 (-0.16)	0.803* (2.14)	-2.722*** (-6.07)	
<i>Roa<sub>i,t-1</sub></i>	0.181*** (4.25)	2.222** (2.92)	-5.566*** (-5.30)	
<i>Tobin'q<sub>i,t-1</sub></i>	-0.012 (-1.10)	-0.317 (-0.94)	2.665*** (9.76)	
<i>Fcf<sub>i,t-1</sub></i>	0.147*** (10.82)	-0.181 (-0.66)	0.167 (0.30)	
<i>Adm<sub>i,t-1</sub></i>	-0.017 (-1.02)	0.019 (0.13)	1.946* (1.69)	
<i>Board<sub>i,t-1</sub></i>	0.009 (1.07)	-0.682*** (-5.88)	-0.090 (-0.45)	
<i>Indep<sub>i,t-1</sub></i>	-0.008 (-0.19)	-0.420 (-0.72)	4.018*** (3.94)	
<i>Bigsh<sub>i,t-1</sub></i>	-0.004 (-1.69)	-0.141* (-1.83)	0.972*** (9.23)	
_Cons	0.058* (1.82)	2.329*** (4.32)	-4.094*** (-5.59)	
年度固定效应	是	是	是	
行业固定效应	是	是	是	
N	3 976	4 067	2 312	
Adj. R <sup>2</sup> /Pseudo R <sup>2</sup>	0.166	0.178	0.208	

注：括号内为 (T) Z 值，\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著，下同。

## 2. 国企分类异质性分析：政府股东话语权

政府对国企的控股方式影响国企高管考核的目标结构与选拔方式，而国企外部经营环境，如行业竞争程度，影响国企高管考核指标的信息效率（林毅夫和李周，1997）。一方面，政府对一部分大规模、战略上重要、事关国家安全和经济命脉的重要领域如军工、石化等管制行业的国企，直接控股与高比例持股加以管控；另一方面，对其他小规模、竞争行业的国企则放松管制，降低持股比例或间接控股（夏立军和陈信元，2007；Fan et al., 2013）。这意味着，政府对各类国企的管理，随实际控制人背景、政府持股方式与水平、行业不同，并最终影响国企高管考核方式和内容。本文区别国企类型，考虑国有持股比例、企业层级及行业分类，分组比较假说1至假说3，在国有持股比例高与持股比例低的国企，央企与地方国企，垄断行业与竞争行业国企中的差异。本文以持股比例50%为界<sup>7</sup>，区分控股组与非控股组；按照实际控制人背景，区分央企与地方国企；按行业竞争程度，区分垄断国企与竞争国企。

如表4所示，Panel A列(1)与列(3)中，*Promoexp*与DH的系数显著为正和负，表明国有持股比例越高，政府参与和管控程度越高，国企高管投资越容易受晋升期望与预期任期影响。变量系数差异检验也支持了该结论。<sup>8</sup>列(5)与列(6)则与假说2、假说3一致。类似现象出现在Panel B地方国企与Panel C垄断国企中。Panel B中，*Promoexp*在列(1)央企与列(2)地方国企中系数显著为正，DH仅在列(2)中显著，系数差异检验不显著；*Promoexp*与DH在列(3)与列(4)的系数差异检验值，分别在10%与1%统计水平上显著<sup>9</sup>。这表明，晋升期望大的央企与地方国企高管都会积极进行固定资产投资与并购投资，并权衡预期任期，减缓投资水平。但央企在并购投资上比地方国企更审慎，可能在于央企并购审批程序比地方国企更严格。列(5)与列(6)中，*Promoexp*与DH与假说2一致，但DH系数差异显著<sup>10</sup>，说明未来任职时间长短，对央企高管投资方式的选择影响更强。Panel C中，*Promoexp*在列(1)垄断国企与列(2)竞争国企中系数显著为正，但系数差异检验不显著；DH仅在列(1)中显著，且系数差异显著<sup>11</sup>。*Promoexp*，DH及其交叉项，在列(3)与列(4)中整体显著，但仅DH及二者交叉项的系数差异显著<sup>12</sup>，这表明晋升期望大的垄断国企与竞争国企高管会积极投资，但考虑预期任期，会减少投资。且垄断国企并购投资上比竞争国企冲动低，这种差异可能源于二者差异化的行业结构。列(5)与列(6)中，*Promoexp*与DH的回归结果，与假说2一致，也与列(1)至列(4)一致，系数差异显著<sup>13</sup>，说明未来任期长短，对垄断国企高管的投资方式选择影响更强。因此，政府管控强度会强化国企高管职业关注激励效果。

<sup>7</sup> 根据《上市公司章程指引（2022年修订）》关于控股股东的释义：“控股股东，是指其持有的普通股（含表决权恢复的优先股）占公司股本总额百分之五十以上的股东；持有股份的比例虽然不足百分之五十，但依其持有的股份所享有的表决权已足以对股东大会的决议产生重大影响的股东。”

<sup>8</sup> 列(1)、列(2)、列(3)与列(4)中，*Promoexp*与DH差异检验值分别为8.28、1.50、47.83、4.95，整体统计显著。

<sup>9</sup> 系数差异检验值分别为2.95与88.76，统计显著。

<sup>10</sup> 系数差异检验值为18.98，统计显著。

<sup>11</sup> 系数差异检验值为13.33，统计显著。

<sup>12</sup> 系数差异检验值为35.6与6.86，统计显著。

<sup>13</sup> 系数差异检验值为18.60与24.22，统计显著。

表 4 国企高管职业发展预期与投资决策：政府股东话语权

变量名	投资水平		投资水平		投资方式	
	<i>Inv_fix<sub>i,t</sub></i>		<i>Inv_mer<sub>i,t</sub></i>		<i>Invpref<sub>i,t</sub></i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Panel A: 持股比例	控股	非控股	控股	非控股	控股	非控股
<i>Promoexp<sub>i,t</sub></i>	0.133*** (3.62)	0.020 (0.80)	8.405*** (16.86)	3.830*** (10.66)	-6.950*** (-3.81)	-4.035*** (-5.06)
<i>DH<sub>i,t</sub></i>	-0.001** (-3.01)	-0.001** (-2.24)	-0.058*** (-8.24)	-0.077*** (-13.66)	0.038** (2.33)	0.088*** (6.09)
<i>DH<sub>i,t</sub> × Promoexp<sub>i,t</sub></i>	0.003 (0.67)	0.002 (0.50)	0.425*** (3.92)	-0.065 (-1.16)	-0.493*** (-4.48)	0.043 (0.31)
控制变量	是	是	是	是	是	是
年度固定效应	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是
N	1 380	2 596	1 420	2 647	742	1 538
Adj. R <sup>2</sup> /Pseudo R <sup>2</sup>	0.214	0.157	0.260	0.155	0.269	0.229
Panel B: 企业层级	央企	地方国企	央企	地方国企	央企	地方国企
<i>Promoexp<sub>i,t</sub></i>	0.051* (2.02)	0.092** (3.10)	4.401*** (7.77)	5.655*** (17.31)	-7.178*** (-6.03)	-5.034*** (-8.75)
<i>DH<sub>i,t</sub></i>	-0.001 (-1.71)	-0.001*** (-3.60)	-0.026*** (-3.86)	-0.094*** (-13.17)	0.132*** (6.40)	0.035*** (2.74)
<i>DH<sub>i,t</sub> × Promoexp<sub>i,t</sub></i>	0.003 (0.78)	0.004* (1.86)	0.307*** (5.22)	-0.088 (-1.47)	-0.649*** (-4.15)	-0.118 (-0.67)
控制变量	是	是	是	是	是	是
年度固定效应	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是
N	1 514	2 436	1 536	2 505	825	1 468
Adj. R <sup>2</sup> /Pseudo R <sup>2</sup>	0.165	0.183	0.288	0.156	0.284	0.227
Panel C: 行业分类	垄断国企	竞争国企	垄断国企	竞争国企	垄断国企	竞争国企
<i>Promoexp<sub>i,t</sub></i>	0.086* (2.14)	0.042* (2.05)	4.617*** (6.29)	5.169*** (13.91)	-5.676*** (-6.53)	-3.876*** (-5.27)
<i>DH<sub>i,t</sub></i>	-0.001*** (-4.46)	-0.000 (-0.39)	-0.042*** (-7.35)	-0.096*** (-11.77)	0.091*** (5.15)	0.038** (2.37)
<i>DH<sub>i,t</sub> × Promoexp<sub>i,t</sub></i>	0.001 (0.29)	0.008* (2.05)	0.295** (2.73)	-0.186* (-2.11)	-0.294 (-1.24)	-0.273** (-2.26)

(续表)

变量名	投资水平		投资水平		投资方式	
	<i>Inv_fix_{i,t}</i>		<i>Inv_mer_{i,t}</i>		<i>Invpref_{i,t}</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Panel C: 行业分类	垄断国企	竞争国企	垄断国企	竞争国企	垄断国企	竞争国企
控制变量	是	是	是	是	是	是
年度固定效应	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是
N	1 774	2 202	1 822	2 245	1 077	1 235
Adj. <i>R</i> <sup>2</sup> /Pseudo <i>R</i> <sup>2</sup>	0.111	0.110	0.206	0.169	0.268	0.156

### 3. 进一步讨论：外部环境与体制内年龄限制

#### (1) 外生经济与政治冲击

外生经济与政治冲击影响国企高管的职业预期与行为空间（黄海杰等，2016；金宇超等，2016），因此，有必要进行讨论。2008—2010年四万亿投资计划与2012—2014年反腐败治理行动，改变了国企高管的外部经济与政治环境。四万亿投资刺激措施出台，使晋升机会大的国企高管，作为空间变大；而反腐力度增加，国企高管所处体制环境风险变大，为规避不确定性，晋升机会大的国企高管可能会约束扩张冲动。相应地，本文划分2003—2007年、2008—2011年、2012—2014年三个阶段，以2003—2007年为基准年，分阶段回归，测度不同经济、政治环境下，国企高管职业发展前景与投资活动的动态变化关系，以剔除更多干扰因素。

如表5所示，列(1)—(6)中，*Promoexp*的系数总体显著，四万亿投资年份（2008—2011）显著高于正常年份（2003—2007）与反腐败治理年份（2012—2014）；反腐败治理年份，则显著低于其他年份，且系数差异检验显著。这说明，晋升期望大的国企高管在四万亿投资刺激年份会响应号召，扩大投资规模，获取政治资本。但出于风险规避诉求，在2012—2014年会收紧投资。列(7)—(9)比较投资方式则发现，2008—2011年，四万亿投资计划主要投向基础设施领域，国企并购多发生在正常考核年份。*DH*系数整体符合预期，系数差异检验在四万亿投资与反腐败治理年份之间显著。国企高管在不同年份的投资波动，验证了前文假说。

表5 国企高管职业发展预期与投资决策：外生经济与政治冲击

变量名	投资水平			投资水平			投资方式		
	<i>Inv_fix_{i,t}</i>			<i>Inv_mer_{i,t}</i>			<i>Invpref_{i,t}</i>		
	2003— 2007年	2008— 2011年	2012— 2014年	2003— 2007年	2008— 2011年	2012— 2014年	2003— 2007年	2008— 2011年	2012— 2014年
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	
<i>Promoexp_{i,t}</i>	0.081** (3.29)	0.105** (3.19)	-0.003 (-0.25)	5.212*** (17.74)	5.263*** (10.54)	4.216** (5.07)	-5.015*** (-6.23)	-6.000*** (-9.78)	-3.447*** (-5.09)
<i>DH_{i,t}</i>	-0.002 (-2.17)	-0.001 (-1.71)	-0.000 (-2.31)	-0.057*** (-22.58)	-0.058*** (-13.70)	-0.086** (-9.02)	0.050*** (3.91)	0.065*** (3.55)	0.051** (1.98)

(续表)

变量名	投资水平			投资水平			投资方式		
	<i>Inv_fix<sub>i,t</sub></i>			<i>Inv_mer<sub>i,t</sub></i>			<i>Invpref<sub>i,t</sub></i>		
	2003— 2007 年	2008— 2011 年	2012— 2014 年	2003— 2007 年	2008— 2011 年	2012— 2014 年	2003— 2007 年	2008— 2011 年	2012— 2014 年
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
<i>DH<sub>i,t</sub></i> ×	0.002	0.004	-0.004**	0.005	0.236*	0.054	-0.337***	-0.303*	-0.030
<i>Promoexp<sub>i,t</sub></i>	(0.42)	(1.54)	(-5.48)	(0.08)	(2.85)	(1.25)	(-3.88)	(-1.79)	(-0.32)
控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是	是
年度固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是	是
N	1 099	1 845	1 032	1 175	1 860	1 032	595	1 095	598
Adj. <i>R</i> <sup>2</sup> / Pseudo <i>R</i> <sup>2</sup>	0.193	0.171	0.148	0.160	0.178	0.195	0.171	0.248	0.261

## (2) 体制内年龄限制

年龄，直接关乎国企高管职业生涯。政治级别与职位一定时，年龄越大，晋升空间越小，职业发展越受限。因此，体制内年龄限制，也会影响国企高管职业发展预期与投资选择。以 60 岁为参照点，本文将国企高管区分为“年长组”(*Age*≥55 岁)与“少壮组”(*Age*<=50 岁)。如表 6 所示，*Promoexp* 与 *DH* 在列(2)中系数大于列(1)，列(4)与列(6)中系数小于列(3)与列(5)，这表明，由于职业生涯所剩有限，为快速积累和放大个人资本，晋升期望高的“年长组”高管，投资更积极，且更偏向短期固定资产投资，与假说 1、假说 2 一致。但预期任期 *DH* 较长时，投资积极性会下降。系数差异检验支持了这一结论。

表 6 国企高管职业发展预期与投资决策：体制内年龄限制

变量名	投资水平				投资方式	
	<i>Inv_fix<sub>i,t</sub></i>		<i>Inv_mer<sub>i,t</sub></i>		<i>Invpref<sub>i,t</sub></i>	
	<=50 岁 (1)	>55 岁 (2)	<=50 岁 (3)	>55 岁 (4)	<=50 岁 (5)	>55 岁 (6)
<i>Promoexp<sub>i,t</sub></i>	0.071*** (3.20)	0.362*** (5.38)	5.409*** (11.77)	1.907* (2.13)	-5.461*** (-6.38)	-16.918*** (-3.32)
<i>DH<sub>i,t</sub></i>	-0.000 (-1.15)	0.002 (1.57)	-0.078*** (-11.96)	-0.113*** (-6.93)	0.062*** (4.02)	-0.092** (-2.12)
<i>DH<sub>i,t</sub></i> × <i>Promoexp<sub>i,t</sub></i>	-0.001 (-0.16)	0.042*** (5.31)	0.091 (0.52)	-0.253 (-1.55)	0.172 (1.34)	-1.831*** (-3.48)
控制变量	是	是	是	是	是	是
年度固定效应	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是
N	2 479	677	2 547	1 520	1 465	345
Adj. <i>R</i> <sup>2</sup> / Pseudo <i>R</i> <sup>2</sup>	0.161	0.210	0.207	0.172	0.230	0.262

#### 4. 投资决策质量

借鉴 Richardson (2006)，本文还检验了不同晋升前景下国企高管的投资效率。结果显示，晋升考评规则导向下，受短期业绩驱动，国企高管投资活动尽管积极但投资质量难以保证。原因在于，国企高管会动态评估“不确定的晋升收益”，调整投资并影响国有资产价值。<sup>14</sup>

### 五、内生性问题与稳健性检验

#### (一) 内生性问题

尽管晋升期望与预期任期的刻画充分考虑了各级国资委的考核、任免惯例，以及过往模型设定，但仍需排除内生性。首先，排除互为因果内生性顾虑。模型(5)与模型(2)采用了滞后一期变量，并控制了年度与行业固定效应，变量存在时间上先后关系（罗党论和赖再洪，2016）。其次，为排除上期投资决策对下期任职绩效和高管晋升预期的影响，以及其他可能遗漏的共同影响因素，依据 Bertrand and Schoar (2003) 和 Malmendier et al. (2011)，在模型(5)中控制不随时间变化的公司固定效应，减少不可观测的高管个人特质与公司财务特征对投资决策的干扰。最后，引入工具变量进行二阶段回归，排除估算模型(1)中 *Performance* 与 *Promotion* 带来的内生性顾虑。Cao et al. (2019)发现，国企高管晋升激励与薪酬激励存在互为替代关系。因此，本文尝试从薪酬激励视角构建工具变量。基于外生性、相关性与可比性，选取 *Nsoe\_sala*——上一年度同地区、同行业、民企董监高成员的平均最高个人薪酬，作为 *Promoexp* 的工具变量。民企高管薪酬，尤其市场化程度最高的上市公司，由外部经理人市场形成，符合外生性。同时，依据社会公平理论，民企高管的市场化薪酬通过社会薪酬差距途径会影响国企高管薪酬与晋升效用，符合相关性。

#### 1. 公司固定效应模型

Hausman 检验结果支持该固定效应模型。如表 7 所示，*Promoexp*、*DH* 及 *DH* × *Promoexp* 的系数与前文一致，结论不变。

表 7 国企高管职业发展预期与投资决策：公司固定效应模型

变量名	投资水平		投资方式 <i>Invpref<sub>i,t</sub></i> (3)
	<i>Inv_fix<sub>i,t</sub></i> (1)	<i>Inv_mer<sub>i,t</sub></i> (2)	
<i>Promoexp<sub>i,t</sub></i>	-0.093 (-1.14)	5.361** (4.51)	-4.786*** (-7.78)
<i>DH<sub>i,t</sub></i>	0.000 (0.21)	-0.049* (-3.82)	0.057** (2.24)

<sup>14</sup> 限于篇幅，这里不再展示，感兴趣的读者可在《经济学》(季刊)官网 (<https://ceq.ccer.pku.edu.cn>) 下载附录。

(续表)

变量名	投资水平		投资方式 <i>Invpref<sub>i,t</sub></i>
	<i>Inv_fix<sub>i,t</sub></i>	<i>Inv_mer<sub>i,t</sub></i>	
	(1)	(2)	
<i>DH<sub>i,t</sub> × Promoexp<sub>i,t</sub></i>	0.000 (-0.00)	0.003 (0.07)	-0.218*** (-3.12)
<i>Size<sub>i,t-1</sub></i>	-0.004 (-0.93)	-0.170* (-2.95)	-0.377** (-2.13)
<i>Leverage<sub>i,t-1</sub></i>	-0.028 (-1.02)	-0.009 (-0.02)	-2.7140** (-2.40)
<i>Roa<sub>i,t-1</sub></i>	0.102 (2.72)	-0.670** (-6.28)	-5.623*** (-5.61)
<i>Tobin'q<sub>i,t-1</sub></i>	-0.043 (-2.89)	0.180 (0.52)	2.625*** (3.37)
<i>Fcf<sub>i,t-1</sub></i>	0.043 (2.46)	0.457 (1.66)	0.127 (0.11)
<i>Adm<sub>i,t-1</sub></i>	0.013 (0.91)	0.006 (0.01)	1.912* (1.83)
<i>Board<sub>i,t-1</sub></i>	0.052** (5.63)	-0.075 (-0.26)	-0.085 (-0.16)
<i>Indep<sub>i,t-1</sub></i>	0.047 (0.55)	-0.337 (-0.63)	4.046*** (4.33)
<i>Bigsh<sub>i,t-1</sub></i>	-0.010 (-1.01)	0.450 (2.21)	0.972*** (8.57)
公司固定效应	是	是	是
年度固定效应	是	是	是
行业固定效应	是	是	是
N	3 880	3 972	2 291
Adj. R <sup>2</sup> /Pseudo R <sup>2</sup>	0.404	0.852	0.208

## 2. 两阶段回归

表 8 中, 第一阶段是国企高管晋升期望变量 *Promoexp* 对工具变量 *Nsoe\_sala* 的回归, 如列(1)所示; 列(1)所得预测值 *Promoexp\_hat*, 放入原模型(5)进行第二阶段回归, 结果见列(2)–(4)。列(1)中工具变量 *Nsoe\_sala* 回归系数为 -0.004, 在 10% 置信水平上对国企高管晋升期望 *Promoexp* 显著负向影响, 表明同地区、同行业上年度民企董监高成员的最高个人薪酬均值水平会影响国企高管职业发展预期。列(2)–(4)中 *Promoexp\_hat*、*DH* 回归系数与表(3)一致, 结论不变。

表8 国企高管职业发展预期与投资决策：两阶段回归

变量名	晋升期望		投资水平		投资方式
	<i>Promoexp</i> <sub>i,t</sub>		<i>Inv_fix</i> <sub>i,t</sub>		<i>Invpref</i> <sub>i,t</sub>
	第一阶段		第二阶段		
	(1)	(2)	(3)	(4)	
<i>Nsoe_sala</i> <sub>i,t-1</sub>	−0.004*				
	(−1.70)				
<i>Promoexp</i> <sub>i,t_hat</sub>		1.237**	−5.976	−14.996***	
		(2.01)	(−0.77)	(−47.18)	
<i>DH</i> <sub>i,t</sub>	0.008***	−0.010*	0.037	0.119***	
	(31.32)	(−1.87)	(0.59)	(14.94)	
<i>Size</i> <sub>i,t-1</sub>	0.015***	−0.016*	0.140	0.167***	
	(12.46)	(−1.82)	(1.11)	(5.17)	
<i>Leverage</i> <sub>i,t-1</sub>	0.033***	−0.040	0.638*	0.909**	
	(2.59)	(−1.62)	(1.88)	(2.35)	
<i>Roa</i> <sub>i,t-1</sub>	0.225***	−0.097	3.139*	3.084***	
	(8.43)	(−0.69)	(1.70)	(4.11)	
<i>Tobin'q</i> <sub>i,t-1</sub>	0.002	−0.017	−0.145	−0.167	
	(0.14)	(−0.73)	(−0.80)	(−0.47)	
<i>Fcf</i> <sub>i,t-1</sub>	0.020	0.112***	−0.077	−0.065	
	(1.03)	(3.82)	(−0.30)	(−0.17)	
<i>Adm</i> <sub>i,t-1</sub>	−0.038**	0.065**	−0.061	−0.791	
	(−2.01)	(2.24)	(−0.14)	(−1.49)	
<i>Board</i> <sub>i,t-1</sub>	0.025***	−0.009	−0.045	0.351**	
	(3.23)	(−0.57)	(−0.19)	(2.33)	
<i>Indep</i> <sub>i,t-1</sub>	0.070**	−0.083*	0.706	0.608	
	(2.18)	(−1.82)	(1.14)	(1.37)	
<i>Bigsh</i> <sub>i,t-1</sub>	0.022***	−0.030*	0.062	0.430***	
	(6.14)	(−1.92)	(0.34)	(6.55)	
<i>_Cons</i>	−0.323***	0.403**	−1.381	−3.920***	
	(−7.22)	(2.05)	(−0.47)	(−7.07)	
年度固定效应	是	是	是	—	
行业固定效应	是	是	是	是	
N	2 475	2 446	2 475	1 393	
Adj. R <sup>2</sup> /Pseudo R <sup>2</sup>	0.433	—	—	—	

## (二) 稳健性测试

其他稳健性检验包括：第一，采用时间层面和公司层面双重聚类调整标准误，重新回归（Petersen, 2009），克服自相关和异方差等问题。第二，更换晋升期望衡量方式，

取任职内平均晋升概率回归。第三, 删除因违法犯罪而离职的样本, 排除个体噪音干扰。第四, 删除 2008 年样本, 排除金融危机与四万亿投资影响。第五, 根据 Du et al. (2012), 考虑国企高管业绩考评过程中可能的“寻租”活动, 以及北京市政治中心的特殊地位, 删除北京地区样本。回归结果如表 9 所示, 结论稳健。

表 9 国企高管职业发展预期与投资决策: 稳健性检验

变量名	投资水平		投资方式 <i>Invpref<sub>i,t</sub></i> (3)
	<i>Inv_fix<sub>i,t</sub></i> (1)	<i>Inv_mer<sub>i,t</sub></i> (2)	
<b>Panel A: 双重聚类分析</b>			
<i>Promoexp<sub>i,t</sub></i>	0.063** (2.21)	5.086*** (4.52)	-4.891*** (-3.27)
<i>DH<sub>i,t</sub></i>	-0.001** (-2.36)	-0.064*** (-4.39)	0.057** (2.52)
<i>DH<sub>i,t</sub></i> × <i>Promoexp<sub>i,t</sub></i>	0.003 (0.94)	0.130 (1.04)	-0.223 (-1.09)
控制变量/年度/行业	是	是	是
N	3 976	4 067	2 312
Adj. <i>R</i> <sup>2</sup> /Pseudo <i>R</i> <sup>2</sup>	0.166	0.178	0.208
<b>Panel B: 更换晋升期望衡量方式</b>			
<i>Promoexp<sub>i,t</sub></i>	0.097*** (5.44)	5.015*** (23.81)	-5.517*** (-13.37)
<i>DH<sub>i,t</sub></i>	-0.004*** (-3.29)	-0.107*** (-8.72)	0.135*** (3.31)
<i>DH<sub>i,t</sub></i> × <i>Promoexp<sub>i,t</sub></i>	0.005** (2.99)	0.093*** (3.33)	-0.140 (-1.57)
控制变量/年度/行业	是	是	是
N	5 187	5 363	2 953
Adj. <i>R</i> <sup>2</sup> /Pseudo <i>R</i> <sup>2</sup>	0.180	0.174	0.194
<b>Panel C: 删除违法犯罪样本</b>			
<i>Promoexp<sub>i,t</sub></i>	0.062** (2.67)	5.047*** (16.20)	-5.424*** (-9.17)
<i>DH<sub>i,t</sub></i>	-0.001** (-3.11)	-0.063*** (-13.98)	0.074*** (6.60)
<i>DH<sub>i,t</sub></i> × <i>Promoexp<sub>i,t</sub></i>	0.003 (1.18)	0.156** (3.00)	-0.016 (-0.13)
控制变量/年度/行业	是	是	是
N	3 650	3 734	2 124
Adj. <i>R</i> <sup>2</sup> /Pseudo <i>R</i> <sup>2</sup>	0.165	0.184	0.222

(续表)

变量名	投资水平		投资方式 <i>Invpref<sub>i,t</sub></i>
	<i>Inv_fix<sub>i,t</sub></i>	<i>Inv_mer<sub>i,t</sub></i>	
	(1)	(2)	
<b>Panel D: 删除 2008 年样本</b>			
<i>Promoexp<sub>i,t</sub></i>	0.066** (2.56)	4.985*** (16.74)	-4.940*** (-10.03)
<i>DH<sub>i,t</sub></i>	-0.001** (-3.17)	-0.066*** (-11.70)	0.061*** (5.56)
<i>DH<sub>i,t</sub></i> × <i>Promoexp<sub>i,t</sub></i>	0.003 (1.23)	0.127* (2.06)	-0.172** (-2.09)
控制变量/年度/行业	是	是	是
N	3 522	3 610	2 053
Adj. <i>R</i> <sup>2</sup> /Pseudo <i>R</i> <sup>2</sup>	0.160	0.180	0.210
<b>Panel E: 删除北京地区样本</b>			
<i>Promoexp<sub>i,t</sub></i>	0.065** (3.00)	2.987*** (15.67)	-5.215*** (-11.81)
<i>DH<sub>i,t</sub></i>	-0.001*** (-3.27)	-0.055*** (-10.12)	0.040*** (5.44)
<i>DH<sub>i,t</sub></i> × <i>Promoexp<sub>i,t</sub></i>	0.001 (0.63)	0.025 (0.46)	-0.185 (-1.59)
控制变量/年度/行业	是	是	是
N	3 598	3 683	2 061
Adj. <i>R</i> <sup>2</sup> /Pseudo <i>R</i> <sup>2</sup>	0.165	0.115	0.200

## 六、结语和启示

习近平总书记指出：“治国之要，首在用人。”2014年之后，混合所有制与国企分类监管改革等不断推进，关于现代企业制度如何建设，国企高管任免激励规则如何调整，国企人事管理制度如何革新，国企典型代理行为如何根治，仍是国企微观层面改革的难点与痛点。

本文考察国企高管考核周期与任免方式对其投资决策的影响。研究发现，在内部劳动力市场，国企高管会权衡晋升期望与耗费时间，评估其职业前景，相机调整投资行为。晋升期望高且预期任期短的国企高管，会加大固定资产与并购投资水平，但偏爱短期且低风险的固定资产投资，导致投资效率损失。在政府控股国企、地方国企与垄断国企中，这一关系更强。考虑外生经济与政治冲击，排除内生性并进行稳健性测试后，结论不变。

基于中国国企高管职位升降制度，本文探究了国企高管职业关注的激励效果。研究

在扩展国企投资决策分析视角的同时，丰富了现有激励文献。本文还兼具现实启发：第一，因“类”制宜，精准激励。这里的“类”，不仅考虑国有企业层面的战略属性、功能定位与行业特征差异，还应考虑国有企业高管层面的差异，包括国企高管的来源、社会身份特征、任职方式等。在基本激励原则大前提下，灵活调整不同类型国企高管激励政策，实现公司特质与人才激励模式的匹配，落实国企分类治理的具体路径。第二，创新国企高管考核与激励机制，做好五方面平衡：短期绩效指标与长期发展目标；考核指标的时间窗口与国企高管的职业发展诉求；货币薪酬激励与职业发展激励；国企高管的进入与退出；国企高管团队内部公平性与差异性。在国企分类分层监管改革框架下，公益类、特殊商业类与一般商业类国企中，国企高管群体构成更加多元，进一步凸显用人机制与薪酬分配方案匹配的重要性与必要性。第三，加固国企合规管理，化解经营风险。在国企内部整合涵盖内控、内审、风险、合规的监管制度体系，合理配置党委、董事会、经理层等治理主体权责，强化各方违规问责，实现高管个人效用与国有资产保值增值目标的相容。但在未来分类分层改革背景下，不同选拔方式与激励模式下，国企高管职业前景评估如何影响投资活动，有待进一步探索。

## 参 考 文 献

- [1] Antia, M., C. Pantzalis, and J. C. Park, “CEO Decision Horizon and Firm Performance: An Empirical Investigation”, *Journal of Corporate Finance*, 2010, 16 (3), 288-301.
- [2] 白俊、连立帅，“国企过度投资溯因：政府干预抑或管理层自利？”，《会计研究》，2014年第2期，第41—48页。
- [3] Baumol, W. J., “Entrepreneurship: Productive, Unproductive, and Destructive”, *Journal of Business Venturing*, 1996, 11 (1), 3-22.
- [4] Bertrand, M., and A. Schoar, “Managing with Style: The Effect of Managers on Firm Policies”, *Quarterly Journal of Economics*, 2003, 118 (4), 1169-1208.
- [5] 步丹璐、张晨宇、林腾，“晋升预期降低了国有企业薪酬差距吗？”，《会计研究》，2017年第1期，第82—88页。
- [6] Cao, J., M. L. Lemmon, X. Pan, M. Qian, and G. G. Tian, “Political Promotion, CEO Incentives, and The Relationship Between Pay and Performance”, *Management Science*, 2019, 65 (7), 2947-3448.
- [7] Chang, E. C., and S. M. Wong, “Governance with Multiple Objectives: Evidence from Top Executive Turnover in China”, *Journal of Corporate Finance*, 2009, 15 (2), 230-244.
- [8] Che, J., K. S. Chung, and Y. K. Lu, “Decentralization and Political Career Concerns”, *Journal of Public Economics*, 2017, 145, 201-210.
- [9] Chen, D., J. B. Kim, O. Z. Li, and S. Liang, “China’s Closed Pyramidal Managerial Labor Market and The Stock Price Crash Risk”, *The Accounting Review*, 2018, 93 (3), 105-131.
- [10] 陈冬华、陈信元、万华林，“国有企业中的薪酬管制与在职消费”，《经济研究》，2005年第2期，第92—101页。
- [11] Chevalier, J., and G. Ellison, “Career Concerns of Mutual Fund Managers”, *Quarterly Journal of Economics*, 1999, 114 (2), 389-432.
- [12] Coles, J. L., Z. Li, and A. Y. Wang, “Industry Tournament Incentives”, *Review of Financial Studies*, 2017, 31 (4), 1418-1459.

- [13] 陈仕华、卢昌崇、姜广省、王雅茹，“国企高管政治晋升对企业并购行为的影响——基于企业成长压力理论的实证研究”，《管理世界》，2015年第9期，第125—136页。
- [14] Dechow, P. M., and R. G. Sloan, “Executive Incentives and The Horizon Problem: An Empirical Investigation”, *Journal of Accounting and Economics*, 1991, 14 (1), 51-89.
- [15] Du, F., G. Tang, and S. M. Young, “Influence Activities and Favoritism in Subjective Performance Evaluation: Evidence from Chinese State-owned Enterprises”, *The Accounting Review*, 2012, 87 (5), 1555-1588.
- [16] 丁肇启、萧鸣政，“年度业绩、任期业绩与国企高管晋升——基于央企控股公司样本的研究”，《南开管理评论》，2018年第3期，第142—151页。
- [17] Fama, E. F., “Agency Problems and the Theory of the Firm”, *Journal of Political Economy*, 1980, 88 (2), 288-307.
- [18] Fan, J. P., T. J. Wong, and T. Zhang, “Institutions and Organizational Structure: The Case of State-Owned Corporate Pyramids”, *The Journal of Law, Economics, and Organization*, 2013, 29 (6), 1217-1252.
- [19] Holmstrom, B., and J. R. Costa, “Managerial Incentives and Capital Management”, *Quarterly Journal of Economics*, 1986, 101 (4), 835-860.
- [20] Holmstrom, B., “Managerial Incentive Problems: A Dynamic Perspective”, *Review of Economic Studies*, 1999, 66 (1), 169-182.
- [21] Hong, H., J. D. Kubik, and A. Solomon, “Security Analysts’ Career Concerns and Herding of Earnings Forecasts”, *Rand Journal of Economics*, 2000, 31 (1), 121-144.
- [22] Horton, J., G. Serafeim,, and S. Wu, “Career Concerns of Banking Analysts”, *Journal of Accounting and Economics*, 2017, 63 (2), 231-252.
- [23] 黄海杰、吕长江、Edward Lee, “‘四万亿投资’政策对企业投资效率的影响”，《会计研究》，2016年第2期，第51—57页。
- [24] 黄群慧，“控制权作为企业家的激励约束因素：理论分析及现实解释意义”，《经济研究》，2000年第1期，第41—47页。
- [25] 姜付秀、张敏、刘志彪，“并购还是自行投资：中国上市公司扩张方式选择研究”，《世界经济》，2008年第8期，第77—84页。
- [26] Jiang, W., H. Wan, and S. Zhao, “Reputation Concerns of Independent Directors: Evidence from Individual Director Voting”, *Review of Financial Studies*, 2015, 29 (3), 655-696.
- [27] 金宇超、靳庆鲁、宣扬，“‘不作为’或‘急于表现’：企业投资中的政治动机”，《经济研究》，2016年第10期，第126—139页。
- [28] Kato, T., and C. Long, “Executive Turnover and Firm Performance in China”, *American Economic Review*, 2006, 96 (2), 363-67.
- [29] Li, N., T. Shevlin, and W. Zhang, “Managerial Career Concerns and Corporate Tax Avoidance: Evidence from The Inevitable Disclosure Doctrine”, *Contemporary Accounting Research*, 2022, 39 (1), 7-49.
- [30] Li, X., A. Low, and A. K. Makhija, “Career Concerns and the Busy Life of the Young CEO”, *Journal of Corporate Finance*, 2017, 47, 88-109.
- [31] 林毅夫、李志簇，“政策性负担、道德风险与预算软约束”，《经济研究》，2004年第2期，第17—27页。
- [32] 林毅夫、李周，“现代企业制度的内涵与国企业改革方向”，《经济研究》，1997年第3期，第3—10页。
- [33] 刘青松、肖星，“败也业绩，成也业绩？——国企高管变更的实证研究”，《管理世界》，2015年第3期，第159—171页。
- [34] 罗党论、赖再洪，“重污染企业投资与地方官员晋升——基于地级市1999—2010年数据的经验证据”，《会计研究》，2016年第4期，第42—48页。
- [35] Malmendier, U., G. Tate, and J. Yan, “Overconfidence and Early-Life Experiences: The Effect of Managerial Traits on Corporate Financial Policies”, *Journal of Finance*, 2011, 66 (5), 1687-1733.

- [36] 孟庆斌、吴卫星、于上尧,“基金经理职业忧虑与其投资风格”,《经济研究》,2015年第3期,第115—130页。
- [37] 潘红波、夏新平、余明桂,“政府干预、政治关联与地方国企并购”,《经济研究》,2008年第4期,第43—54页。
- [38] Petersen, M. A., “Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches”, *Review of Financial Studies*, 2009, 22 (1), 435-480.
- [39] Richardson, S., “Over-investment of Free Cash Flow”, *Review of Accounting Studies*, 2006, 11 (2), 159-189.
- [40] 史思雨、孙静春,“Logit 模型切割值选取对预测准确率的影响”,《统计与决策》,2017年第5期,第85—89页。
- [41] Shi, W., Y. Zhang, and R. E. Hoskisson, “Ripple Effects of CEO Awards: Investigating the Acquisition Activities of Superstar CEOs’ Competitors”, *Strategic Management Journal*, 2017, 38 (10), 2080-2102.
- [42] Shleifer, A., and R. W. Vishny, “Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments”, *Journal of Financial Economics*, 1989, 25 (1), 123-139.
- [43] 陶然、苏福兵、陆曦、朱昱铭,“经济增长能够带来晋升吗?——对晋升锦标赛竞赛理论的逻辑挑战与省级实证重估”,《管理世界》,2010年第12期,第13—26页。
- [44] 王曾、符国群、黄丹阳、汪剑锋,“国有企业CEO‘政治晋升’与‘在职消费’关系研究”,《管理世界》,2014年第5期,第163—177页。
- [45] 王琥,“双重博弈中的激励与行为——对转轨时期国企经理激励不足的一种新解释”,《经济研究》,2001年第8期,第71—95页。
- [46] 夏立军、陈信元,“市场化进程、国企改革策略与公司治理结构的内生决定”,《经济研究》,2007年第7期,第82—95页。
- [47] 辛清泉、林斌、王彦超,“政府控制,经理薪酬与资本投资”,《经济研究》,2007年第8期,第110—122页。
- [48] 辛清泉、谭伟强,“市场化改革、企业业绩与国有企业经理薪酬”,《经济研究》,2009年第11期,第68—81页。
- [49] 杨瑞龙、王元与、聂辉华,“‘准官员’的晋升机制:来自中国央企的证据”,《管理世界》,2013年第3期,第29—39页。
- [50] 岳希明、李实、史泰丽,“垄断行业高收入问题探讨”,《中国社会科学》,2010年第3期,第77—93页。
- [51] 张霖琳、刘峰、蔡贵龙,“监管独立性、市场化进程与国企高管晋升机制的执行效果——基于2003—2012年国企高管职位变更的数据”,《管理世界》,2015年第10期,第117—131页。
- [52] Zhang, S., “Directors’ Career Concerns: Evidence from Proxy Contests and Board Interlocks”, *Journal of Financial Economics*, 2021, 140 (3), 894-915.
- [53] 张兆国、刘亚伟、杨清香,“管理者任期、晋升激励与研发投入”,《会计研究》,2014年第9期,第81—88页。
- [54] 郑志刚、李东旭、许荣、林仁韬、赵锡军,“国企高管的政治晋升与形象工程——基于N省A公司的案例研究”,《管理世界》,2012年第10期,第146—156页。
- [55] 周黎安,“中国地方官员的晋升锦标赛模式研究”,《经济研究》,2007年第7期,第36—50页。
- [56] 周铭山、张倩倩,“‘面子工程’还是‘真才实干’?——基于政治晋升激励下的国有企业创新研究”,《管理世界》,2016年第12期,第116—132页。

## Career Concerns and Investment of China's SOE Executives

ZHANG Linlin

(Beijing Jiaotong University)

LIU Feng\*

(Xiamen University)

QUAN Xiaofeng

(Soochow University)

**Abstract:** How agents act to influence their performance evaluation scores and reward matters in career concerns research. We explore the investment of SOE executives with different career concerns, taking the internal labor market of Chinese SOEs as an example. Our results show that SOE executives' investment decisions are characterized by "opportunism". SOE executives with good promotion prospects are more willing to invest in the next period to re-strengthen their advantages, preferring fixed asset investments. Tenure horizons negatively moderate this relationship. The results are more pronounced in SOEs with strong government shareholder voices. Considering external economic and political conditions, the conclusion remains unchanged.

**Keywords:** state-owned enterprise; career concerns; investment decisions

**JEL Classification:** G34, J41, J45

---

\* Corresponding Author: Liu Feng, Center for Accounting Studies of Xiamen University, No. 422 Siming South Road, Siming District, Xiamen, Fujian 361005, China; Tel: 86-18959211166; E-mail: fliu@xmu.edu.cn.