

薪酬激励动态性、营销战略风格与企业绩效

左晶晶¹, 王艳茹¹, 张晨瑜²

¹上海理工大学管理学院, 上海

²上海理工大学中英国际学院, 上海

收稿日期: 2026年1月7日; 录用日期: 2026年1月19日; 发布日期: 2026年2月6日

摘要

人力资本已成为经济增长的核心战略资本, 说明公司治理必须围绕人力资本及其动态性展开。本文从人力资本理论和委托代理理论出发, 以中国上市公司为研究样本, 实证检验高管薪酬激励动态性对营销战略风格的影响, 及营销战略风格对企业绩效的作用。结果表明: 高管薪酬激励动态性越显著, 企业营销战略越趋于稳健; 激进的营销战略虽有助于促进营业收入增长, 却会显著损害企业的盈利水平, 不利于企业的持续发展。本文从人力资本动态性角度, 研究了高管薪酬激励动态性对公司营销战略风格的影响, 揭示了营销战略风格与企业绩效之间的关联。本文丰富了动态激励相容理论并给出了可靠的经验证据, 有助于从动态性的角度优化高管薪酬激励机制设计, 有效应对人力资本的动态性。

关键词

人力资本动态性, 薪酬激励动态性, 动态激励相容, 营销战略风格, 企业绩效

Compensation Incentive Dynamics, Marketing Strategy Style and Enterprise Performance

Jingjing Zuo¹, Yanru Wang¹, Chenyu Zhang²

¹Business School, University of Shanghai for Science and Technology, Shanghai

²Sino-British International College, Shanghai University of Science and Technology, Shanghai

Received: January 7, 2026; accepted: January 19, 2026; published: February 6, 2026

Abstract

Human capital has become the core strategic capital for economic growth, which implies that

文章引用: 左晶晶, 王艳茹, 张晨瑜. 薪酬激励动态性、营销战略风格与企业绩效[J]. 电子商务评论, 2026, 15(2): 118-135. DOI: [10.12677/ecl.2026.152137](https://doi.org/10.12677/ecl.2026.152137)

corporate governance must revolve around human capital and its dynamics. Starting from the human capital theory and principal-agent theory, this paper takes Chinese listed companies as the research sample to empirically examine the impact of the dynamics of executive compensation incentives on marketing strategy style, as well as the effect of marketing strategy style on corporate performance. The results show that the more prominent the dynamics of executive compensation incentives are, the more prudent a firm's marketing strategy tends to be; although aggressive marketing strategies help promote the growth of operating income, they significantly impair the firm's profitability and are not conducive to its sustainable development. From the perspective of human capital dynamics, this paper studies the impact of the dynamics of executive compensation incentives on a firm's marketing strategy style and reveals the relationship between marketing strategy style and corporate performance. This paper enriches the theory of dynamic incentive compatibility and provides reliable empirical evidence, which is helpful for optimizing the design of executive compensation incentive mechanisms from the perspective of dynamics and effectively addressing the dynamics of human capital.

Keywords

Human Capital Dynamics, Compensation Incentive Dynamics, Dynamic Incentive Compatibility, Marketing Strategy Style, Corporate Performance

Copyright © 2026 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

Romer [1] [2]首次提出技术进步内生增长模型指出：技术进步是经济增长的核心；大部分技术进步是市场激励导致的有意识行为的结果；知识商品的成本是生产开发的成本，可以反复使用。新经济增长理论认为，内生技术进步是经济实现持续增长的决定因素，而要实现技术进步、技术创新，企业除了要具有相关物质资本外，更为重要的是人力资本拥有者本身所具有的知识、能力、素质以及有助于激发人力资本潜力的制度环境。上述理论说明人力资本已成为经济增长的核心战略资本，这一点从近几年各大省市激烈的人才竞争可以看出。对企业而言，挖掘关键人力资本潜力比单纯招募留存更为重要，如何通过合理的制度安排与机制设计有效激励关键人力资本，并将其知识和能力转化为生产力是当前中国经济社会和企业面临的现实问题。由于关键人力资本的能力以及努力程度具有情境动态性，传统静态的公司治理制度安排和治理机制设计已经不足以实现有效的激励相容，因此公司治理制度和治理机制需要由静态变革为动态[3]。

股东与经理人因所有权与经营权分离及目标函数差异，不可避免引发委托代理问题。已有研究表明，有效缓解委托代理问题的方法是让代理人参与剩余价值的分配，使高管剩余收益与经营业绩绑定，实现利益协同与风险共担，进而激发其经营能动性[4]。在此逻辑下的多种薪酬制度，均与高管业绩或企业绩效紧密挂钩，但此类薪酬制度是否有效应对了高管人力资本的动态性？高管薪酬激励的动态性具体会对企业战略行为和绩效带来什么影响？在中国市场中，部分企业因采取激进营销战略，虽短期获得市场关注，却陷入长期发展困境。面对这种情况，企业需要思考：当前高管薪酬激励的动态性是否有效地缓解了第一类代理问题，是否促使管理层科学地制定战略决策推动企业的持续发展？本文基于人力资本理论和委托代理理论，研究高管薪酬激励的动态性对企业营销战略风格的具体影响是什么？营销战略风格如何影响企业绩效？本文可能的贡献在于：(1) 从人力资本动态性角度，研究高管薪酬激励动态性对公司营

销战略风格的影响,揭示了营销战略风格与企业绩效之间的关联,丰富动态激励相容理论[3]并给出了可靠的经验证据;(2)基于实证结论,为企业从动态性的角度优化高管薪酬激励机制设计、有效应对人力资本动态性的方向和具体建议。

2. 理论分析与研究假设

2.1. 薪酬激励的动态性与营销战略风格

企业是物质资本和人力资本的特别市场契约[5],两者共同促进企业目标的实现,但在当下的时代,人力资本处于主导地位,通过运营物质资本使得两种资本实现增值[6]。与物质资本不同,人力资本具有与其所有者不可分割的特点,人力资本的控制和运作取决于承载者本身,这既决定了需通过科学的制度安排对其进行激励,也意味着人力资本所有者可能存在机会主义行为[7]。为减少机会主义行为,激发人力资本积极性,需对人力资本进行产权激励。程远亮[8]指出,人力资本产权激励能够增加其归属感,使高管产生强烈的人力资本投资动机。相对于传统以资本雇佣劳动为产权特征的企业来说,以人力资本为产权特征的企业更具有创造力和生命力[9]。人力资本产权的核心是人力资本收益权,承认人力资本具有的产权属性,并保障其收益权实现,是有效激励的重要方式,而薪酬激励是人力资本实现收益权的主要形式。值得强调的是,人力资本存量、能力与努力程度具有情境依赖性的动态特征[3]。为了减少人力资本拥有者的逆向选择和道德风险,企业需为高管设计动态薪酬激励机制,以此推动人力资本收益权层面的动态激励相容。企业薪酬激励制度的设计必须保证既有激励又有约束,通过赋予代理人剩余索取权(收益权)使代理人的目标与委托人目标保持一致。研究表明,与企业业绩挂钩的薪酬契约能够将高管的多元化目标与企业的一元化目标相融合,有效缓解第一类代理问题[10][11]。郑森圭等[12]基于委托代理理论,提出多阶段动态基础薪酬模型,将员工基础薪酬与上一期企业业绩挂钩,解决了基础薪酬激励不足的问题。朱仁宏等[13]在创业团队契约治理研究中发现,收益权配置同时考虑长短期激励,可使团队成员发挥优势为企业绩效做贡献。李丽和傅飞强[14]指出,以现金支付为主的长期激励计划模式,能够使个人利益与公司利益达到高度一致,更有利于实现公司战略目标的落实与实施。此外,年薪制通过统一责任、风险和利益,促进经营者和所有者的目标趋于一致,是很好的激励相容机制设计[15][16],能够显著提高企业绩效并能影响由高管主导的企业战略行为[17],且实行年薪制的企业绩效显著优于未实行企业[18]。姚凯[19]基于企业家工作性质设计了延期支付年薪制,通过延长风险性报酬发放周期将其收入与企业的长期发展挂钩,有效约束企业家为短期利益牺牲长期利益的行为。

上述研究表明,企业对高管实施合理的动态性激励能够有效缓解第一类代理问题,进而实现人力资本在收益权层面的动态激励相容[3],充分激发高管潜力,促使其聚焦企业长期发展目标。面对不确定性较高的营销战略决策时,薪酬激励动态性带来的动态激励相容效应,推动高管充分考虑市场形势,避免做出激进的营销战略决策,企业的营销战略风格更有可能趋于稳健。在薪酬激励动态性较高的情况下,高管在获得收益权激励相容的同时也会承担部分风险,这将在激励高管的同时对其进行有效的约束。这种激励与约束并存的动态薪酬激励机制,有助于薪酬契约的有效性,促使高管慎重决策,以免损害企业长期发展的潜力。反之,若企业高管薪酬激励机制设计缺乏动态性,甚至出现业绩下降薪酬上涨的薪酬粘性现象[20],高管不承担必要的风险,将削弱高管薪酬契约的有效性,导致高管更倾向于制定激进的营销战略决策。基于以上分析,提出假设:

H1: 同等条件下,企业薪酬激励动态性越高,营销战略激进程度越低。

2.2. 营销战略风格与企业绩效

营销战略风格可分为激进型与稳健型:激进型营销战略表现为企业销售费用支出比例显著高于行业

水平, 通过大量营销投入快速获得市场关注, 实现销售收入短期显著增长; 稳健型营销战略风格则表现为销售费用支出比例低于行业竞争者, 营销投入占比相对适度。既有研究对营销费用与企业绩效的关系存在不同的看法。一部分学者认为营销费用能够显著提高企业绩效[21]-[23], 比如广告能增强顾客的长期和短期记忆, 为企业长期产品收益带来顾客满意度等无形资产, 且该效应在经济衰退期更明显[24]-[28]。然而, Conchar 等[29]发现, 大量研究表明广告投入与企业价值无明显关联; 营销费用显著提高企业绩效的前提是营销战略能够得到有效执行。广告媒体的偏差, 可能导致高额营销投入的效用显著衰减[30]。营销投入与企业绩效之间可能是非线性关系, 说明营销投入存在最优值, 超过最优区间时, 营销费用的持续增加将引发资金压力, 反而不利于企业长期发展[31]。若将营销投入作为企业建立品牌无形资产、创造客户偏好和提高企业绩效的长期投资[32], 营销费用的增加可能正向促进企业绩效, 但需要保证营销投入具有长期性和一贯性。过度激进的营销战略不能持续建立品牌资产, 对企业绩效的提升作用有限[33]。如果把营销费用投入当作企业的成本支出[34], 激进的营销费用支出会导致不必要的资源占用和企业现金流紧张, 不利于企业的长期发展[35]。综上可见, 盲目实施激进的营销战略可能产生短期效果, 但高额营销费用难以对消费者行为产生持续影响, 且过度增加营销费用会不可避免地挤占企业在其他方面的资金投入, 进而可能降低公司的盈利水平, 削弱其持续发展能力[36] [37]。因此, 提出假设:

H2: 同等条件下, 营销战略激进程度越高, 企业绩效表现越差。

3. 研究设计

3.1. 研究模型

3.1.1. 高管薪酬激励动态性与营销战略风格

模型(1)主要检验研究假设 H1, 探讨高管薪酬激励动态性与企业营销战略风格之间的关系。模型中的 DOI 是高管薪酬激励的动态性, 用 ROC、Sen、Rsd1 和 Rsd2 四个指标进行衡量; 同时借鉴唐跃军等[36]的研究, 采用 S_rate1 和 S_rate2 两个指标对营销战略风格进行衡量。

$$MBR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \times DOI_{i,t} + \beta_c \times control_variables_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

3.1.2. 营销战略风格与公司业绩

模型(2)主要用以检验研究假设 H2, 讨论营销战略风格对公司业绩的影响。模型中的 $CP_{i,t+1}$ 分别代表上市公司 $t+1$ 期 ROA (总资产净利润率)、ROE (净资产收益率)、OPR (营业利润率)和 OIR (营业收入增长率)等公司业绩指标; $MRB_{i,t}$ 是 t 期 S_rate1 和 S_rate2 , 用以衡量上市公司营销战略风格。

$$CP_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 \times MBR_{i,t} + \beta_c \times control_variables_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

3.2. 研究变量

3.2.1. 因变量

第一部分因变量是公司业绩(CP), 本文主要借助相关研究中常用的 ROA (总资产净利润率)、ROE (净资产收益率)、OIR (营业收入增长率)、OPR (营业利润率)对企业业绩进行衡量; 第二部分因变量是企业的营销战略风格, 参考相关的研究[36], 主要借助 S_rate1 (经年度行业均值调整)和 S_rate2 (经年度行业中位数调整)进行衡量, 其同时在模型(2)中作为自变量考察营销战略风格对公司业绩的影响。

3.2.2. 自变量

上市公司高管薪酬激励动态性 DOI 细化为 ROC、Sen、Rsd1 和 Rsd2 四个指标, 其中, ROC 表示高管薪酬年度波动率, 用以衡量高管薪酬的动态性, 具体计算如公式(1); 高管薪酬业绩敏感性(Sen)衡量高

管薪酬与企业业绩的相关程度,用薪酬业绩敏感性绝对指标进行计算,具体计算如公式(2);高管薪酬对数三年滚动标准差(Rsd1)和经过年度行业中位数调整的薪酬对数三年滚动标准差(Rsd2)同样用来衡量高管薪酬动态性,具体计算如公式(3),其中 salary 是前三名高管薪酬对数值。

$$ROC = \frac{t \text{期前三名高管薪酬总额} - (t-1) \text{期前三名高管薪酬总额}}{(t-1) \text{期前三名高管薪酬总额}} \quad (1)$$

$$Sen = \frac{t \text{期前三名高管薪酬总额} - (t-1) \text{期前三名高管薪酬总额}}{t \text{期息税前利润} - (t-1) \text{期息税前利润}} \quad (2)$$

$$Rsd = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n \left(\text{salary}_{i,t} - \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \text{salary}_{i,t} \right)^2} \quad (3)$$

3.2.3. 控制变量

Table 1. Overview of research variables

表 1. 研究变量一览

变量类型	变量名称	变量符号	变量说明
因变量	营销战略风格	S_rate1	上市公司销售费用率(销售费用除以营业收入减去年度行业均值)
	MRB	S_rate2	上市公司销售费用率(销售费用除以营业收入减去年度行业中位数)
	公司业绩	ROA _{t+1}	$t+1$ 期上市公司总资产净利润率
	CP	ROE _{t+1}	$t+1$ 期上市公司净资产收益率
	DOI	OPR _{t+1}	$t+1$ 期上市公司营业利润率
	薪酬激励动态性	OIR _{t+1}	$t+1$ 期上市公司营业收入增长率
自变量	薪酬激励动态性	ROC	高管薪酬年度波动率, $\frac{t \text{期前三名高管薪酬总额} - (t-1) \text{期前三名高管薪酬总额}}{(t-1) \text{期前三名高管薪酬总额}}$
	DOI	Rsd1	高管薪酬三年波动率,前3名高管薪酬对数值3年滚动波动率(标准差)
		Sen	高管薪酬业绩敏感性,前3名高管薪酬变动额/息税前利润变动额
		Rsd2	调整后的高管薪酬三年波动率,前3名高管薪酬对数值3年滚动波动率-年度行业中位数
控制变量	实际控制人类型	Private	哑变量,1表示上市公司实际控制人为民营控股,0表示其他
	两职兼任	Dual	哑变量,董事长和总经理由一人兼任时为1,其他为0
	高管持股比例	MSH	高管持股数量/总股数
	财务杠杆	Lev	上市公司的资产负债率
	盈利能力	GRO	上市公司的营业毛利率
	企业规模	Ln(asset)	上市公司总资产的自然对数
	年份	Year _i	哑变量,1表示隶属该年度的上市公司,0表示其他

资料来源: 作者整理。

结合相关研究,本文选取的控制变量如表 1 所示: (1) 实际控制人类型(Private),研究表明,不同所有权性质的企业具有不同的风险偏好,可能会对战略决策行为产生潜在影响[38]。与国有控股股东更关注政治目标不同[39],民营企业往往更加注重企业的持续经营和长期稳定发展,因此更倾向采取稳健的企业

营销战略。(2) 两职兼任(Dual)和高管持股比例(MSH), 采用这两个变量控制管理者权力[40]对企业营销战略风格及公司业绩的影响, 管理者权力越大, 董事会监事会对高管的监督可能越弱, 高管可能更有动机和能力谋求私利[41], 因此更不利于企业制定恰当的营销战略决策。(3) 财务杠杆(Lev)用以控制财务风险对企业营销战略风格和企业业绩的潜在影响。(4) 盈利能力(GRO), 企业营业毛利率较高时, 企业更可能采取激进的营销战略。(5) 企业规模($\ln(\text{asset})$), 研究表明与小企业相比, 大企业更倾向于采用稳健的营销战略[37]。(6) 年份(Year), 用年份哑变量控制年度差异可能的影响。

3.3. 数据来源与描述性统计

本文选取 2011~2020 年沪深 A 股上市公司作为研究样本, 其中高管薪酬变动和息税前利润变动采用 2010~2020 年数据计算。本文数据全部来源于国泰安数据库。为减少研究误差, 我们对初始样本进行如下处理: (1) 剔除金融类上市公司; (2) 剔除 ST 类上市公司; (3) 剔除数据缺失的上市公司; (4) 剔除息税前利润变动为 0 的样本。本文研究变量的描述性统计结果如表 2 所示。

Table 2. Descriptive statistics of variables

表 2. 变量描述性统计

VARIABLES	N	mean	sd	min	max
ROA_{t+1}	8245	0.0350	0.0560	-0.191	0.204
ROE_{t+1}	8245	0.0630	0.117	-0.550	0.354
OPR_{t+1}	8245	0.0670	0.159	-0.758	0.532
OIR_{t+1}	8245	0.171	0.541	-0.558	4.087
S_rate1	8245	-0.00400	0.0640	-0.214	0.261
S_rate2	8245	0.0130	0.0610	-0.130	0.289
ROC	8245	0.153	0.409	-0.538	2.290
Sen	8245	-0.0220	1.098	-77.82	2.697
Rsd1	8245	0.203	0.206	0	2.646
Rsd2	8245	0.0490	0.200	-0.714	2.493
Private	8245	0.430	0.495	0	1
Dual	8245	0.203	0.402	0	1
MSH	8245	0.0280	0.0850	0	0.662
GRO	8245	0.266	0.176	-0.649	1.154
Lev	8245	0.478	0.261	0.00700	10.08
$\ln(\text{asset})$	8245	22.37	1.319	15.58	28.10

资料来源: 作者整理。

4. 研究结果与分析

4.1. 相关性分析

本文主要变量的相关系数分析如表 3 所示。衡量高管薪酬激励动态性的四个指标与销售费用率 S_rate1 (经年度行业均值调整)显著负相关, 可以初步验证假设 H1, 但是仅有高管薪酬业绩敏感性与销售费用率 S_rate2 (经年度行业中位数调整)显著负相关, 其余未能支持假设 H1, 需要进一步通过回归进行检

验；衡量营销战略激进程度的两个指标与企业绩效四个指标之间基本显著正相关，未能支持假设 H2，需要进一步通过回归模型检验其关系。其次，主要控制变量与企业营销战略风格以及企业财务绩效指标显著相关，这意味着本文选择的控制变量比较合适。最后，本文通过 VIF 诊断表明研究变量之间不存在严重的多重共线性问题，可以进一步进行实证分析。

Table 3. Results of correlation coefficients between variables**表 3. 变量间相关系数结果**

	ROA _{t+1}	ROE _{t+1}	OPR _{t+1}	OIR _{t+1}	S_rate1	S_rate2	ROC	Sen	Rsd1	Rsd2	Private	Dual	MSH	GRO	Lev	Ln(asset)
ROA _{t+1}	1															
ROE _{t+1}	0.894***	1														
OPR _{t+1}	0.767***	0.714***	1													
OIR _{t+1}	0.178***	0.204***	0.142***	1												
S_rate1	0.069***	0.018*	0.016	0.055***	1											
S_rate2	0.096***	0.042***	0.048***	0.060***	0.937***	1										
ROC	0.065***	0.072***	0.048***	0.043***	-0.021*	-0.008	1									
Sen	-0.012	-0.005	-0.006	0	-0.041***	-0.043***	-0.021*	1								
Rsd1	0.013	0.031***	0.01	0.044***	-0.027**	-0.009	0.493***	-0.016	1							
Rsd2	0.01	0.032***	0.0140	0.040***	-0.024**	-0.010	0.474***	-0.020*	0.966***	1						
Private	0.096***	0.049***	0.043***	0.062***	0.093***	0.124***	0.041***	-0.007	0.031***	0.030***	1					
Dual	-0.009	-0.027**	-0.012	0.023**	0.063***	0.084***	0.0110	0.005	-0.001	-0.005	0.246***	1				
MSH	0.082***	0.021*	0.038***	0.0120	0.081***	0.104***	0.002	-0.001	-0.03***	-0.034***	0.355***	0.385***	1			
GRO	0.354***	0.237***	0.408***	0.055***	0.372***	0.464***	0.050***	-0.036***	0.038***	0.040***	0.193***	0.079***	0.144***	1		
Lev	-0.205***	-0.031***	-0.149***	0.086***	-0.096***	-0.118***	0.0020	0.0170	0.044***	0.051***	-0.155***	-0.056***	-0.163***	-0.295***	1	
Ln(asset)	-0.011	0.099***	0.078***	-0.098***	-0.061***	-0.092***	0.0080	0.018*	0.0150	0.027**	-0.213***	-0.106***	-0.157***	-0.096***	0.302***	1

注：***表示在 0.01 水平上相关性显著，**表示在 0.05 水平上相关性显著，*表示在 0.1 水平上显著。资料来源：作者计算整理。

4.2. 回归结果分析

4.2.1. 高管薪酬激励动态性与营销战略风格

表 4 的实证结果显示，在 1% 的显著性水平上，高管薪酬年度波动率(ROC)、高管薪酬业绩敏感性(Sen)、高管薪酬三年波动率(Rsd1)和调整后的高管薪酬三年波动率(Rsd2)与衡量上市公司营销战略风格(MRB)的销售费用率(S_rate1 和 S_rate2)之间均显著负相关，验证研究假设 H1。表明中国上市公司高管薪酬激励动态性越强，营销战略风格越稳健，其中原因可能主要来自两方面。其一，提升薪酬激励动态性有助于统一高管与股东的利益，有效缓解第一类代理问题，进而实现人力资本在收益权层面的动态激励相容[3]，充分挖掘高管潜力，促使其以企业长期发展为导向进行战略决策。面对不确定性较高的营销战略决策时，薪酬激励动态性带来的动态激励相容效应，推动高管充分考虑市场形势，避免做出激进的营销战略决策，企业的营销战略风格更有可能会趋于稳健。其二，高管薪酬激励动态性越高，高管在获得收益权激励相容的同时承担的风险越大，这将有助于在激励高管的同时对其进行有效的约束。这种激励与约束并存的动态薪酬激励机制，有助于薪酬契约的有效性，促使高管慎重决策，以免损害企业长期发展的潜力。在人力资本成为核心战略资本的时代，“资本雇佣劳动”已逐步地转为“劳动雇佣资本”，企业承认人力资本产权，并保障其剩余索取权已经是当前企业的必然选择[42]。考虑到第一类代理问题及人

力资本的动态性问题，公司治理制度设计需要特别重视动态激励相容。

Table 4. The impact of the dynamics of compensation incentives on marketing strategy styles
表 4. 薪酬激励的动态性对营销战略风格的影响

VARIABLES	S_rate1				S_rate2			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ROC	-0.006*** (-3.27)				-0.005*** (-3.01)			
Sen		-0.002*** (-10.05)				-0.001*** (-6.66)		
Rsd1			-0.011*** (-3.05)				-0.008*** (-2.64)	
Rsd2				-0.012*** (-3.23)				-0.009*** (-2.90)
Private	0.001 (0.68)	0.001 (0.55)	0.001 (0.71)	0.001 (0.72)	0.002* (1.68)	0.002 (1.56)	0.002* (1.68)	0.002* (1.70)
Dual	0.004* (1.90)	0.004* (1.90)	0.004* (1.90)	0.004* (1.89)	0.005*** (2.96)	0.005*** (2.97)	0.005*** (2.96)	0.005*** (2.96)
MSH	0.013 (1.22)	0.013 (1.27)	0.012 (1.14)	0.012 (1.13)	0.012 (1.11)	0.012 (1.15)	0.011 (1.06)	0.011 (1.04)
GRO	0.137*** (21.69)	0.136*** (21.50)	0.137*** (21.71)	0.137*** (21.73)	0.162*** (26.72)	0.162*** (26.57)	0.162*** (26.71)	0.162*** (26.73)
Lev	0.008* (1.70)	0.008* (1.67)	0.008* (1.75)	0.008* (1.76)	0.009** (2.10)	0.009** (2.08)	0.010** (2.12)	0.010** (2.14)
Ln(asset)	-0.002*** (-2.85)	-0.002*** (-2.85)	-0.002*** (-2.83)	-0.002*** (-2.80)	-0.002*** (-3.90)	-0.002*** (-3.90)	-0.002*** (-3.88)	-0.002*** (-3.86)
Constant	-0.019 (-1.62)	-0.020* (-1.69)	-0.017 (-1.49)	-0.020* (-1.72)	0.011 (1.04)	0.010 (0.98)	0.012 (1.12)	0.010 (0.95)
年份固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
Observations	8245	8245	8245	8245	8245	8245	8245	8245
R-squared	0.148	0.147	0.148	0.148	0.223	0.223	0.223	0.223
adj_R2	0.222	0.222	0.222	0.222	0.222	0.222	0.222	0.222
F	59.04	59.04	59.04	59.04	59.04	59.04	59.04	59.04

注：***表示在 0.01 水平上相关性显著，**表示在 0.05 水平上相关性显著，*表示在 0.1 水平上显著。资料来源：作者计算整理。

此外，对控制变量的回归结果显示，首先，民营上市公司相对于其他类型的公司销售费用率更高，营销战略风格更激进，这可能是由于民营企业处在市场化程度更高的竞争环境当中，管理粗放经营压力较大，较多地进行营销方面的投入；其次，董事长和总经理由一人兼任的中国上市公司销售费用率显著

更高，更倾向于采取激进的营销战略风格，这可能是由于高管权力过于集中导致的；再次，营业毛利率越高的上市公司，可供支配的自由现金流可能越多，销售费用率显著更高；第四，上市公司财务杠杆越高，销售费用率显著更高，可能源于市场竞争压力下，企业通过借债维持激进营销战略的行为倾向；最后，由于可能存在显著的规模效应，上市公司资产规模越大，销售费用率越低，营销战略风格越偏向于稳健。

4.2.2. 营销战略风格与企业绩效

在实证分析中国上市公司高管薪酬激励动态性与营销战略风格的影响之后，有必要确认营销战略风格与公司业绩之间的关联。如果激进的营销战略风格没有损害，反而促进了公司业绩改善和公司价值增长，那么，增强高管薪酬激励的动态性促使高管不要采纳和实施激进的营销战略决策，就不符合基本的、正常的商业逻辑。

Table 5. The impact of marketing strategy style on enterprise performance

表 5. 营销战略风格对企业绩效的影响

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	ROA _{t+1}	ROE _{t+1}	OPR _{t+1}	OIR _{t+1}	ROA _{t+1}	ROE _{t+1}	OPR _{t+1}	OIR _{t+1}
S_rate1	-0.058*** (-5.06)	-0.137*** (-6.26)	-0.375*** (-10.90)	0.254** (2.11)				
S_rate2					-0.074*** (-5.68)	-0.156*** (-6.24)	-0.444*** (-10.82)	0.268* (1.91)
Private	0.004*** (3.15)	0.010*** (3.80)	-0.002 (-0.71)	0.047*** (3.48)	0.004*** (3.24)	0.010*** (3.88)	-0.002 (-0.53)	0.047*** (3.45)
Dual	-0.007*** (-4.14)	-0.012*** (-3.17)	-0.011** (-2.27)	0.002 (0.09)	-0.007*** (-4.04)	-0.011*** (-3.09)	-0.010** (-2.07)	0.001 (0.06)
MSH	0.021** (2.35)	0.009 (0.53)	0.009 (0.37)	-0.067 (-1.03)	0.022** (2.36)	0.009 (0.53)	0.009 (0.38)	-0.067 (-1.02)
GRO	0.108*** (18.97)	0.183*** (19.38)	0.417*** (24.08)	0.216*** (4.68)	0.112*** (18.90)	0.189*** (18.84)	0.438*** (23.70)	0.207*** (4.25)
Lev	-0.028** (-2.38)	0.001 (0.09)	-0.044* (-1.74)	0.332*** (7.49)	-0.027** (-2.37)	0.001 (0.13)	-0.043* (-1.70)	0.332*** (7.47)
Ln(asset)	0.003*** (3.32)	0.013*** (10.02)	0.017*** (7.03)	-0.058*** (-7.71)	0.003*** (3.27)	0.013*** (9.95)	0.017*** (6.94)	-0.058*** (-7.68)
Constant	-0.051*** (-3.03)	-0.259*** (-10.23)	-0.390*** (-9.32)	1.194*** (7.45)	-0.049*** (-2.92)	-0.255*** (-10.06)	-0.378*** (-9.08)	1.187*** (7.41)
年份固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
Observations	8245	8245	8245	8245	8245	8245	8245	8245
R-squared	0.155	0.089	0.211	0.046	0.156	0.090	0.214	0.046
adj_R2	0.0443	0.0443	0.0443	0.0443	0.0443	0.0443	0.0443	0.0443
F	13.25	13.25	13.25	13.25	13.25	13.25	13.25	13.25

注：***表示在 0.01 水平上相关性显著，**表示在 0.05 水平上相关性显著，*表示在 0.1 水平上显著。资料来源：作者计算整理。

为了避免可能存在的内生性问题,本文采用滞后一期的上市公司总资产净利润率(ROA)、净资产收益率(ROE)、营业收入增长率(OIR)、营业利润率(OPR)作为衡量企业业绩的因变量进行回归分析。如表5所示,无论是经年度行业均值调整还是经年度行业中位数调整后的上市公司销售费用率均与营业收入增长率(OIR)显著正相关,与总资产净利润率(ROA)、净资产收益率(ROE)、营业利润率(OPR)显著负相关。据此可以认为,增加营销投入提高销售费用率可以显著提高上市公司营业收入增长率,但是显著损害了上市公司后续的盈利水平和盈利能力,总资产净利润率(ROA)、净资产收益率(ROE)、营业利润率(OPR)的表现显著更差。这可能意味着,激进的营销战略能够短期提高企业的曝光度,促进上市公司短期营业收入的增加,但对长期增加消费者品牌忠诚度作用有限,过于激进的营销战略还会浪费企业战略性资源,导致企业不能将有限的资源用到技术创新和产品服务研发上;此外,企业在广告、营销活动上的投资具有最优区间[31],超过投资效率最高区间会限制企业长期发展。对控制变量的回归结果显示,首先,民营上市公司业绩表现相对更好,其总资产净利润率(ROA)、净资产收益率(ROE)、营业收入增长率(OIR)更高;其次,董事长和总经理两职兼任的上市公司总资产净利润率(ROA)、净资产收益率(ROE)、营业利润率(OPR)显著更低,这意味着管理者权力过大不利于企业业绩改善和长期发展;再次,高管持股比例与上市公司总资产净利润率(ROA)正相关,但与其他企业业绩指标之间没有显著关联;第四,营业毛利率越高的上市公司业绩越好;第五,上市公司负债比例越高,总资产净利润率(ROA)和营业利润率(OPR)越低,但是营业收入增长率(OIR)越高;最后,规模越大的上市公司营业收入增长率(OIR)越低,但是总资产净利润率(ROA)、净资产收益率(ROE)、营业利润率(OPR)越高。

5. 稳健性测试和内生性分析

5.1. 稳健性测试

5.1.1. 高管薪酬激励动态性与营销战略风格

除表4中经年度行业均值调整的销售费用率(S_rate1)和经年度行业中位数调整的销售费用率(S_rate2)之间可以互相进行稳健性测试之外,本文主要进行了如下稳健性测试,即采用滞后一期的销售费用率(同样进行年度行业均值调整和年度行业中位数调整)进行回归,回归结果如表6所示:高管薪酬激励动态性与滞后一期的销售费用率依然显著负相关,研究假设H1得到支持,相关研究结论保持一致。

Table 6. The dynamics of compensation incentives and their impact on the $t + 1$ marketing strategy style
表 6. 薪酬激励的动态性与 $t + 1$ 期营销战略风格的影响

VARIABLES	S_rate1				S_rate2			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ROC	-0.003*				-0.003*			
	(-1.68)				(-1.77)			
Sen		-0.001***				-0.001***		
		(-10.38)				(-7.86)		
Rsd1			-0.005*				-0.007**	
			(-1.66)				(-2.22)	
Rsd2				-0.007**				-0.008**
				(-2.22)				(-2.46)
Private	0.001	0.001	0.001	0.001	0.003**	0.003**	0.003**	0.003**
	(0.92)	(0.86)	(0.93)	(0.96)	(2.11)	(2.05)	(2.14)	(2.16)

续表

	0.003*	0.003*	0.003*	0.003*	0.004**	0.004**	0.004**	0.004**
Dual	(1.85)	(1.86)	(1.86)	(1.85)	(2.37)	(2.37)	(2.37)	(2.36)
MSH	0.013	0.013	0.012	0.012	0.016	0.016	0.015	0.015
	(1.22)	(1.24)	(1.18)	(1.16)	(1.50)	(1.52)	(1.45)	(1.44)
GRO	0.132***	0.131***	0.132***	0.132***	0.150***	0.150***	0.150***	0.150***
	(23.37)	(23.25)	(23.39)	(23.42)	(25.91)	(25.79)	(25.95)	(25.98)
Lev	0.006***	0.006***	0.006***	0.006***	0.004*	0.004*	0.004*	0.004*
	(2.64)	(2.63)	(2.67)	(2.70)	(1.77)	(1.75)	(1.85)	(1.87)
Ln(asset)	-0.000	-0.000	-0.000	-0.000	-0.001***	-0.001***	-0.001***	-0.001***
	(-0.94)	(-0.92)	(-0.94)	(-0.91)	(-3.33)	(-3.31)	(-3.31)	(-3.28)
Constant	-0.030***	-0.031***	-0.030***	-0.031***	0.001	0.001	0.002	0.001
	(-3.11)	(-3.17)	(-3.05)	(-3.18)	(0.13)	(0.07)	(0.22)	(0.06)
年份固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
Observations	8245	8245	8245	8245	8245	8245	8245	8245
R-squared	0.149	0.150	0.149	0.150	0.198	0.198	0.198	0.198
adj_R2	0.197	0.197	0.197	0.197	0.197	0.197	0.197	0.197
F	54.47	54.47	54.47	54.47	54.47	54.47	54.47	54.47

注: ***表示在 0.01 水平上相关性显著, **表示在 0.05 水平上相关性显著, *表示在 0.1 水平上显著。资料来源: 作者计算整理。

5.1.2. 营销战略风格与企业绩效

关于营销战略风格与企业绩效之间关系的研究, 稳健性测试采用滞后两期的上市公司总资产净利润率(ROA)、净资产收益率(ROE)、营业利润率(OPR)和营业收入增长率(OIR)进行回归。如表 7 所示, 经年度行业均值调整和经年度行业中位数调整后的上市公司销售费用率与营业收入增长率(OIR)不再显著正相关, 以总资产净利润率(ROA)、净资产收益率(ROE)、营业利润率(OPR)作为因变量的模型回归分析结果与上文研究结果保持一致, 依然支持研究假设 H2。进一步说明, 激进的营销战略只是短期对营业收入的增加有些促进作用, 但是长期来说, 会显著损害公司盈利水平, 不利于企业发展。

Table 7. Marketing Strategy style in period t and enterprise performance in period $t+2$
表 7. t 期营销战略风格与 $t+2$ 期企业绩效

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	ROA _{t+2}	ROE _{t+2}	OPR _{t+2}	OIR _{t+2}	ROA _{t+2}	ROE _{t+2}	OPR _{t+2}	OIR _{t+2}
S_rate1	-0.040***	-0.097***	-0.312***	0.027				
	(-3.96)	(-4.28)	(-10.49)	(0.28)				
S_rate2					-0.048***	-0.098***	-0.351***	0.040
					(-4.30)	(-3.97)	(-10.74)	(0.39)
Private	0.003**	0.006**	-0.006	0.034***	0.003**	0.006**	-0.006	0.034***
	(2.06)	(2.08)	(-1.59)	(2.72)	(2.11)	(2.12)	(-1.46)	(2.71)

续表

Dual	-0.006*** (-3.89)	-0.010*** (-2.62)	-0.010** (-2.04)	-0.004 (-0.29)	-0.006*** (-3.82)	-0.009** (-2.58)	-0.009* (-1.89)	-0.005 (-0.30)
MSH	0.011 (1.31)	-0.008 (-0.44)	-0.023 (-0.95)	-0.099 (-1.30)	0.011 (1.31)	-0.008 (-0.45)	-0.023 (-0.95)	-0.099 (-1.31)
GRO	0.085*** (21.82)	0.137*** (15.82)	0.356*** (31.16)	0.072** (2.00)	0.087*** (21.48)	0.140*** (15.47)	0.370*** (31.08)	0.070* (1.84)
Lev	-0.026*** (-10.27)	-0.009 (-1.52)	-0.045*** (-5.98)	0.056** (2.34)	-0.026*** (-10.22)	-0.008 (-1.49)	-0.044*** (-5.86)	0.055** (2.33)
Ln(asset)	0.002*** (4.46)	0.010*** (9.15)	0.013*** (8.76)	-0.044*** (-9.35)	0.002*** (4.40)	0.010*** (9.10)	0.013*** (8.61)	-0.044*** (-9.34)
Constant	-0.022** (-1.96)	-0.191*** (-7.74)	-0.289*** (-8.88)	1.074*** (10.41)	-0.020* (-1.85)	-0.189*** (-7.62)	-0.279*** (-8.58)	1.073*** (10.40)
年份固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
Observations	8245	8245	8245	8245	8245	8245	8245	8245
R-squared	0.097	0.048	0.132	0.029	0.097	0.047	0.133	0.029
adj_R2	0.0275	0.0275	0.0275	0.0275	0.0275	0.0275	0.0275	0.0275
F	17.64	17.64	17.64	17.64	17.64	17.64	17.64	17.64

注: ***表示在 0.01 水平上相关性显著, **表示在 0.05 水平上相关性显著, *表示在 0.1 水平上显著。资料来源: 作者计算整理。

5.2. 内生性分析

高管薪酬激励动态性与营销战略风格之间可能存在遗漏变量和互为因果导致的内生性问题。具体而言, (1) 公司内部治理和外部监管对高管薪酬与销售费用投入均会产生一定的影响, 可能导致二者在统计意义上的相关性。(2) 当销售费用数额较大、比例较高时, 高管为了不影响自己的薪酬所得, 可能利用自己的权力进行薪酬操纵, 这会进一步导致销售费用率对薪酬动态性存在逆向影响; 另外, 销售费用率与企业业绩之间也存在互为因果的可能, 本文认为销售费用会影响企业绩效, 并进行了必要的滞后处理, 但是当高管准确预期到未来业绩可能下降时, 公司也有可能通过加大营销投入改善业绩。

5.2.1. 高管薪酬激励动态性与营销战略风格

对于高管薪酬激励动态性与营销战略风格之间的内生性问题, 本文按照以下方法进行检验: (1) 针对遗漏变量可能引起的内生性问题, 借鉴孙世敏[43]等的研究, 本文在前文模型的基础上增加设置了第一大股东持股比例(GQP), 董事会持股比例(DSH), 监事会持股比例(SSH), 股权制衡度(EBD)等多项公司内部治理方面的控制变量后重新回归, 相关结果如表 8 所示, 高管薪酬激励动态性与营销战略风格关系之间的关系没有实质性变化, 与前文研究保持一致。(2) 针对高管薪酬激励动态性与营销战略风格之间可能存在互为因果的问题, 本文用以下方法检验内生性问题的严重程度。本文将样本基于销售费用率中位数分为两组, 然后检验两组样本在高管薪酬动态性方面是否存在显著差异。如表 9 所示, 两组样本在高管薪酬动态性方面不存在显著差异, 因此, 在高管薪酬激励动态性与营销战略的回归模型中, 薪酬激励动态性相对外生, 内生性问题对研究结论没有实质影响。同时研究表明, 滞后处理可以打破自变量和因变量在同时期可能的互为因果性[44], 在稳健性测试中, 采用当期高管薪酬激励动态性与滞后一期的销售费用率进行回归, 依然支持研究假设 H1, 同样表明高管薪酬激励动态性与营销战略风格之间不存在严重的内生性问题。

Table 8. The impact of the dynamics of compensation incentives on marketing strategy styles (Adding Control Variables)
表 8. 薪酬激励的动态性对营销战略风格的影响(增加控制变量)

VARIABLES	S_rate1				S_rate2			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ROC	-0.006*** (-3.38)				-0.004*** (-2.90)			
Sen		-0.001** (-2.40)				-0.001** (-2.47)		
Rsd1			-0.009*** (-2.66)				-0.006** (-1.99)	
Rsd2				-0.009*** (-2.74)				-0.007** (-2.14)
Private	-0.002 (-0.94)	-0.002 (-1.03)	-0.002 (-0.97)	-0.002 (-0.95)	0.000 (0.05)	-0.000 (-0.01)	0.000 (0.02)	0.000 (0.03)
Dual	0.006*** (3.19)	0.006*** (3.20)	0.006*** (3.19)	0.006*** (3.18)	0.007*** (4.28)	0.007*** (4.28)	0.007*** (4.28)	0.007*** (4.26)
MSH	-0.035*** (-2.84)	-0.034*** (-2.75)	-0.036*** (-2.88)	-0.036*** (-2.87)	-0.030*** (-2.69)	-0.029*** (-2.59)	-0.031*** (-2.71)	-0.031*** (-2.70)
Ln(asset)	-0.002*** (-3.03)	-0.002*** (-2.96)	-0.002*** (-3.05)	-0.002*** (-3.03)	-0.003*** (-4.25)	-0.002*** (-4.18)	-0.003*** (-4.26)	-0.003*** (-4.24)
GRO	0.141*** (34.18)	0.140*** (33.96)	0.141*** (34.14)	0.141*** (34.15)	0.167*** (44.25)	0.166*** (44.06)	0.167*** (44.20)	0.167*** (44.21)
Lev	0.011*** (2.62)	0.010** (2.54)	0.011*** (2.71)	0.011*** (2.73)	0.014*** (3.87)	0.014*** (3.80)	0.014*** (3.93)	0.015*** (3.95)
GQP	-0.000 (-0.24)	-0.000 (-0.34)	-0.000 (-0.23)	-0.000 (-0.24)	-0.000 (-1.27)	-0.000 (-1.35)	-0.000 (-1.27)	-0.000 (-1.28)
DSH	0.036*** (4.26)	0.035*** (4.21)	0.035*** (4.26)	0.035*** (4.24)	0.032*** (4.15)	0.031*** (4.09)	0.032*** (4.15)	0.032*** (4.14)
SSH	0.132* (1.67)	0.135* (1.71)	0.132* (1.68)	0.131* (1.67)	0.068 (0.94)	0.071 (0.98)	0.068 (0.95)	0.067 (0.93)
EBD	0.000* (1.76)	0.000 (1.50)	0.000* (1.83)	0.000* (1.81)	0.000 (1.27)	0.000 (1.04)	0.000 (1.30)	0.000 (1.29)
Constant	-0.016 (-1.25)	-0.017 (-1.33)	-0.015 (-1.16)	-0.017 (-1.31)	0.017 (1.42)	0.016 (1.34)	0.018 (1.47)	0.016 (1.36)
年份固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
Observations	7944	7944	7944	7944	7944	7944	7944	7944
R-squared	0.159	0.158	0.158	0.159	0.234	0.234	0.234	0.234
adj_R2	0.232	0.232	0.232	0.232	0.232	0.232	0.232	0.232
F	134.4	134.4	134.4	134.4	134.4	134.4	134.4	134.4

注: ***表示在 0.01 水平上相关性显著, **表示在 0.05 水平上相关性显著, *表示在 0.1 水平上显著。资料来源: 作者计算整理。

Table 9. Dynamics of compensation incentives and marketing strategy styles (Sales Expense Ratio Grouping)
表 9. 薪酬激励动态性与营销战略风格(销售费用率分组)

VARIABLES	销售费用率高于中位数(1~4)				销售费用率低于中位数(5~8)			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ROC	-0.012*				-0.001*			
	(-1.84)				(-1.79)			
Sen		0.000				-0.002		
		(0.16)				(-1.20)		
Rsd1			-0.047***				-0.001	
			(-3.53)				(-1.20)	
Rsd2				-0.043***				-0.001*
				(-3.18)				(-1.66)
Private	0.011**	0.011**	0.012**	0.012**	0.002***	0.001***	0.002***	0.002***
	(2.05)	(2.00)	(2.14)	(2.15)	(3.68)	(3.60)	(3.65)	(3.66)
Dual	0.002	0.003	0.002	0.002	-0.000	-0.000	-0.000	-0.000
	(0.36)	(0.39)	(0.33)	(0.35)	(-0.22)	(-0.27)	(-0.23)	(-0.24)
MSH	-0.001	-0.000	-0.004	-0.004	0.010***	0.010***	0.010***	0.010***
	(-0.02)	(-0.01)	(-0.13)	(-0.15)	(3.19)	(3.19)	(3.17)	(3.17)
Ln(asset)	-0.042***	-0.042***	-0.042***	-0.042***	-0.001***	-0.001***	-0.001***	-0.001***
	(-17.77)	(-17.81)	(-17.76)	(-17.71)	(-7.08)	(-7.06)	(-7.07)	(-7.07)
GRO	0.546***	0.545***	0.550***	0.549***	0.006***	0.006***	0.006***	0.006***
	(35.87)	(35.79)	(36.04)	(36.00)	(4.69)	(4.62)	(4.64)	(4.67)
Lev	0.463***	0.462***	0.466***	0.466***	-0.002**	-0.002**	-0.002**	-0.002**
	(34.91)	(34.86)	(35.09)	(35.05)	(3.25)	(3.31)	(3.25)	(3.26)
Constant	0.660***	0.661***	0.665***	0.654***	0.041***	0.040***	0.041***	0.040***
	(13.01)	(13.03)	(13.12)	(12.89)	(12.80)	(12.75)	(12.81)	(12.77)
年份固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
Observations	4123	4123	4123	4123	4122	4122	4122	4122
R-squared	0.328	0.328	0.330	0.329	0.043	0.042	0.042	0.043
adj_R2	0.327	0.327	0.327	0.327	0.0393	0.0393	0.0393	0.0393
F	144	144	144	144	13.05	13.05	13.05	13.05

注: ***表示在 0.01 水平上相关性显著, **表示在 0.05 水平上相关性显著, *表示在 0.1 水平上显著。资料来源: 作者计算整理。

5.2.2. 营销战略风格与企业绩效

对于营销战略风格与企业绩效之间的内生性问题, 本文认为销售费用率变动会影响企业绩效, 但是销售费用率与企业业绩之间也存在互为因果的可能。当高管预期到未来业绩可能下降时, 企业可能通过促销活动、广告等增加销售费用投入的方式刺激业绩上升。因此本文进行了滞后处理, 利用 t 期销售费用率与 $t+1$ 期企业业绩进行回归, 并在稳健性检验中用 t 期销售费用率与 $t+2$ 期企业业绩进行回归。理论

上, 销售费用率与滞后一期、两期的公司业绩互为因果的可能性比较低。此外, 在 t 期高管薪酬激励动态性与 $t+1$ 期销售费用率的回归模型中, 引入 t 期公司业绩(OPR)之后重新回归。如表 10 所示, 回归结果显示 t 期公司业绩(OPR)对 $t+1$ 期销售费用率没有显著影响, 如表 5 和表 7 所示, 更有可能的是销售费用率对企业绩效具有显著影响。由此可知, 营销战略风格与企业绩效之间同样不存在严重的内生性问题。

Table 10. The dynamics of compensation incentives and their impact on the $t+1$ marketing strategy style
表 10. 薪酬激励的动态性与 $t+1$ 期营销战略风格的影响

VARIABLES	S_rate1				S_rate2			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ROC	-0.003*				-0.003*			
	(-1.76)				(-1.87)			
Sen		-0.001**				-0.001**		
		(-2.42)				(-2.39)		
Rsd1			-0.005*				-0.007**	
			(-1.69)				(-2.28)	
Rsd2				-0.007**				-0.008**
				(-2.25)				(-2.54)
OPR	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
	(0.69)	(0.68)	(0.69)	(0.70)	(0.62)	(0.61)	(0.63)	(0.64)
Private	0.001	0.001	0.001	0.001	0.003**	0.003**	0.003**	0.003**
	(0.94)	(0.88)	(0.95)	(0.98)	(2.14)	(2.07)	(2.16)	(2.18)
Dual	0.003**	0.003**	0.003**	0.003**	0.004***	0.004***	0.004***	0.004***
	(2.03)	(2.04)	(2.03)	(2.03)	(2.59)	(2.60)	(2.60)	(2.59)
MSH	0.013	0.013	0.012	0.012	0.016*	0.016**	0.015*	0.015*
	(1.54)	(1.58)	(1.50)	(1.47)	(1.95)	(1.98)	(1.88)	(1.87)
GRO	0.132***	0.131***	0.132***	0.132***	0.150***	0.150***	0.151***	0.151***
	(35.41)	(35.27)	(35.40)	(35.44)	(41.08)	(40.94)	(41.11)	(41.13)
Lev	0.007**	0.007**	0.007**	0.007**	0.004	0.004	0.004*	0.004*
	(2.48)	(2.45)	(2.53)	(2.57)	(1.57)	(1.54)	(1.65)	(1.68)
Ln(asset)	-0.000	-0.000	-0.000	-0.000	-0.001***	-0.001***	-0.001***	-0.001***
	(-0.90)	(-0.88)	(-0.89)	(-0.87)	(-2.89)	(-2.87)	(-2.88)	(-2.86)
Constant	-0.030***	-0.030***	-0.029**	-0.030***	0.002	0.001	0.003	0.001
	(-2.61)	(-2.66)	(-2.56)	(-2.67)	(0.17)	(0.12)	(0.25)	(0.11)
年份固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
Observations	8245	8245	8245	8245	8245	8245	8245	8245
R-squared	0.149	0.150	0.149	0.150	0.198	0.198	0.198	0.198
adj_R2	0.197	0.197	0.197	0.197	0.197	0.197	0.197	0.197
F	135.6	135.6	135.6	135.6	135.6	135.6	135.6	135.6

注: ***表示在 0.01 水平上相关性显著, **表示在 0.05 水平上相关性显著, *表示在 0.1 水平上显著。资料来源: 作者计算整理。

6. 研究结论、建议与局限

在人力资本成为核心战略资本的时代，基于中国沪深 A 股上市公司 2011~2020 年的经验证据，本文从人力资本理论和委托代理理论出发，实证检验了高管薪酬激励动态性对企业营销战略风格的影响，以及营销战略风格与企业绩效之间的关系。研究发现：(1) 高管薪酬年度波动率、高管薪酬业绩敏感性、高管薪酬三年波动率和调整后的波动率均与上市公司销售费用率显著负相关，说明在中国上市公司高管薪酬激励动态性越强，营销战略风格越稳健。在面临不确定性较高的营销战略决策时，薪酬激励动态性高的高管在收益权层面更易于实现动态激励相容[3]，同时也需要承担更大的经营风险，偏好稳健的营销战略风格。(2) 上市公司增加营销投入可以显著提高营业收入增长率，但损害了上市公司后续的盈利能力，总资产净利润率、净资产收益率、营业利润率的表现显著更差，说明激进的营销战略有利于企业短期发展，但不利于长期发展。

本文从人力资本动态性角度，研究了高管薪酬激励动态性对公司营销战略风格的影响，揭示了营销战略风格与企业绩效之间的关联，丰富了动态激励相容理论[3]：为中国公司和监管者提出从动态性的角度优化高管薪酬激励机制设计的方向和具体建议。首先，由于第一类代理问题的广泛性与人力资本的动态性，公司治理需要强调激励相容，通过增强高管薪酬激励的动态性提高薪酬契约有效性，促进关键人力资本在收益权层面的动态激励相容，缓解第一类代理问题，减少高管的机会主义动机，激发高管的潜力。其次，企业应该避免激进的营销战略，在面对不确定性较大的营销投入应该保持谨慎。盲目实施激进的营销战略可能产生短期效果，但高额营销费用难以对消费者行为产生持续影响，且过度增加营销费用会不可避免地挤占企业在其他方面的资金投入，进而可能降低公司的盈利水平，削弱其持续发展能力。

本文仍有几点局限有待改进。第一，本文聚焦于高管薪酬激励动态性，未深入研究股权激励的动态性，后续需系统探究股权激励动态性影响机制。第二，从第一类代理问题出发，本文未全面覆盖影响营销战略风格的关键因素，未来还可以考察其他变量对营销战略风格的潜在影响。第三，未考虑行业异质性对营销活动敏感度的差异，在后续研究中也可以对行业进行细分，进而考察营销战略与企业绩效的关系，将有可能获得更多有意思的发现。第四，未深入挖掘中国制度语境下动态薪酬影响管理层营销战略选择的边界条件，后续可引入“环境不确定性”、“管理层持股”、“所有权性质”作为调节变量，探讨不同情境下动态激励效应。最后，后续可在模型中加入营销战略风格的平方项，检验营销战略风格与企业绩效之间是否存在 U 型关系，同时延长绩效考察窗口或采用托宾 Q 理论等市场价值指标，更全面地评估营销投入的长期价值。

基金项目

上海市哲学社会科学规划课题：“创业企业催化剂型组织的治理机制研究——基于人力资本动态激励相容的视角”(2020BGL026)。

参考文献

- [1] Romer, P.M. (1986) Increasing Returns and Long-Run Growth. *Journal of Political Economy*, **94**, 1002-1037. <https://doi.org/10.1086/261420>
- [2] Romer, P.M. (1990) Endogenous Technological Change. *Journal of Political Economy*, **98**, S71-S102. <https://doi.org/10.1086/261725>
- [3] 唐跃军, 左晶晶. 创业企业治理模式——基于动态股权治理平台的研究[J]. 南开管理评论, 2020(6): 136-147.
- [4] 张金山. 人力资本、薪酬制度与企业绩效关系研究[D]: [博士学位论文]. 长春: 吉林大学, 2008.
- [5] 周其仁. 市场里的企业: 一个人力资本与非人力资本的特别合约[J]. 经济研究, 1996(6): 71-80.
- [6] 于桂兰, 杨富华. 人力资本分享企业收益的原因与形式[J]. 中国人力资源开发, 2001(12): 11-12+16.

- [7] 张维迎. 所有制、治理结构及委托-代理关系——兼评崔之元和周其仁的一些观点[J]. 经济研究, 1996(9): 3-15+53.
- [8] 程远亮, 黄乾. 人力资本产权激励: 知识经济时代激励制度的选择[J]. 经济经纬, 2001(4): 37-40.
- [9] 张友棠. 知识经济时代人力资本的产权特征及核算方式创新[J]. 会计研究, 1999(8): 44-45+22.
- [10] Holmstrom, B. (1979) Moral Hazard and Observability. *The Bell Journal of Economics*, **10**, 74-91. <https://doi.org/10.2307/3003320>
- [11] Jensen, M.C. and Murphy, K.J. (1990) Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy*, **98**, 225-264. <https://doi.org/10.1086/261677>
- [12] 郑森圭, 崔笑宁, 汪寿阳, 尚维. 基于动态基础薪酬的企业薪酬制度研究[J]. 系统工程理论与实践, 2022, 42(4): 958-966.
- [13] 朱仁宏, 周琦, 伍兆祥. 创业团队契约治理真能促进新创企业绩效吗——一个有调节的中介模型[J]. 南开管理评论, 2018, 21(5): 30-40.
- [14] 李丽, 傅飞强. 基于现金计划的长期激励模式设计[J]. 中国人力资源开发, 2014(3): 63-68.
- [15] 许宏. 基于委托代理模型的企业经理人年薪制探讨[J]. 财会通讯, 2012(32): 52-53.
- [16] 郭元晞. 论经营者年薪制[J]. 经济研究, 1995(11): 24-29+53.
- [17] 李燕萍, 孙红, 张银. 高管报酬激励、战略并购重组与公司绩效——来自中国 A 股上市公司的实证[J]. 管理世界, 2008(12): 177-179.
- [18] 谢新民, 刘善敏. 上市公司经营者报酬结构性差异的实证研究[J]. 经济研究, 2003(8): 55-63+92.
- [19] 姚凯. 基于企业家工作性质的延期支付式年薪制研究[J]. 管理世界, 2008(11): 178-179.
- [20] 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.
- [21] 周罗琳. 营销投入、财务杠杆与企业绩效[J]. 财会研究, 2018(2): 27-29.
- [22] Markovitch, D.G., Huang, D. and Ye, P. (2020) Marketing Intensity and Firm Performance: Contrasting the Insights Based on Actual Marketing Expenditure and Its SG&A Proxy. *Journal of Business Research*, **118**, 223-239. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.06.032>
- [23] 黄琦星, 温馨. 广告支出、行业竞争与公司绩效[J]. 管理学报, 2018(12): 1838-1845.
- [24] Frieder, L. and Subrahmanyam, A. (2005) Brand Perceptions and the Market for Common Stock. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, **40**, 57-85. <https://doi.org/10.1017/s002210900001745>
- [25] Joshi, A. and Hanssens, D.M. (2018) The Direct and Indirect Effects of Advertising Spending on Firm Value. In: Hanssens, D.M., Eds., *Long-Term Impact of Marketing*, World Scientific, 521-556. https://doi.org/10.1142/9789813229808_0013
- [26] Rao, V.R., Agarwal, M.K. and Dahlhoff, D. (2004) How Is Manifest Branding Strategy Related to the Intangible Value of a Corporation? *Journal of Marketing*, **68**, 126-141. <https://doi.org/10.1509/jmkg.68.4.126.42735>
- [27] Jindal, N. and McAlister, L. (2015) The Impacts of Advertising Assets and R&D Assets on Reducing Bankruptcy Risk. *Marketing Science*, **34**, 555-572. <https://doi.org/10.1287/mksc.2015.0913>
- [28] Özturan, P., Özsomer, A. and Pieters, R. (2014) The Role of Market Orientation in Advertising Spending during Economic Collapse: The Case of Turkey in 2001. *Journal of Marketing Research*, **51**, 139-152. <https://doi.org/10.1509/jmr.11.0528>
- [29] Conchar, M.P., Crask, M.R. and Zinkhan, G.M. (2005) Market Valuation Models of the Effect of Advertising and Promotional Spending: A Review and Meta-Analysis. *Journal of the Academy of Marketing Science*, **33**, 445-460. <https://doi.org/10.1177/0092070305277693>
- [30] Frankenberger, K.D., and Graham, R.C. (2004) Should Firms Increase Advertising Expenditures During Recessions? *MSI Reports*, **3**, 65-85.
- [31] 赵保国, 阎人超. 传统企业广告投入与企业绩效的非线性关系研究——基于工业企业数据的门槛分析[J]. 北京邮电大学学报(社会科学版), 2016, 18(4): 92-100.
- [32] Srivastava, R.K., Shervani, T.A. and Fahey, L. (1998) Market-Based Assets and Shareholder Value: A Framework for Analysis. *Journal of Marketing*, **62**, 2-18. <https://doi.org/10.1177/002224299806200102>
- [33] Kim, M. and McAlister, L.M. (2011) Stock Market Reaction to Unexpected Growth in Marketing Expenditure: Negative for Sales Force, Contingent on Spending Level for Advertising. *Journal of Marketing*, **75**, 68-85. <https://doi.org/10.1509/jmkg.75.4.68>
- [34] Deleersnyder, B., Dekimpe, M.G., Steenkamp, J.E.M. and Leeflang, P.S.H. (2009) The Role of National Culture in

- Advertising's Sensitivity to Business Cycles: An Investigation across Continents. *Journal of Marketing Research*, **46**, 623-636. <https://doi.org/10.1509/jmkr.46.5.623>
- [35] 郝云宏, 朱炎娟. 高管薪酬、企业营销战略倾向与企业成长——基于房地产行业上市公司的实证检验[J]. 财经论丛, 2012(6): 88-92.
- [36] 唐跃军, 宋渊洋, 金立印, 左晶晶. 控股股东卷入、两权偏离与营销战略风格——基于第二类代理问题和终极控制权理论的视角[J]. 管理世界, 2012(2): 82-94.
- [37] 张立, 高英智. 公司规模、营销战略风格与家族企业业绩[J]. 经济经纬, 2015(3): 120-125.
- [38] 宋渊洋, 李元旭, 王宇露. 企业资源、所有权性质与国际化程度——来自中国制造业上市公司的证据[J]. 管理评论, 2011, 23(2): 53-59+92.
- [39] 于东智. 股权结构、治理效率与公司绩效[J]. 中国工业经济, 2001(5): 54-62.
- [40] 吕长江, 赵宇恒. 国有企业管理者激励效应研究——基于管理者权力的解释[J]. 管理世界, 2008(11): 99-109+188.
- [41] 王化成, 张修平, 高升好. 企业战略影响过度投资吗[J]. 南开管理评论, 2016, 19(4): 87-97+110.
- [42] 杨向阳, 王文平. 论国有企业人力资本的剩余索取权[J]. 中国人力资源开发, 2006(10): 10-13+28.
- [43] 孙世敏, 陈怡秀, 刘奕彤. 合谋掏空对高管隐性薪酬及其经济效应影响研究——考虑业绩风险与高管依附性特征[J]. 管理工程学报, 2022, 36(2): 109-122.
- [44] 唐跃军, 宋渊洋. 价值选择 VS. 价值创造——来自中国市场机构投资者的证据[J]. 经济学(季刊), 2010, 9(2): 609-632.