

治理结构如何影响海外市场进入模式决策

——基于中国上市公司对欧盟主要发达国家对外直接投资的数据

吕 萍, 郭晨曦

(中国科学院大学 管理学院, 北京 100190)

摘 要:文章基于中国上市公司对欧盟主要发达国家对外直接投资的数据,从所有权结构、董事会结构和管理层激励三方面研究了治理结构对企业海外市场进入模式决策的影响机制。结果表明:国有股比例较高、监事会规模较大的企业更有可能选择绿地投资;高管报酬总额比例较高的企业更有可能选择并购;独立董事比例较高的企业更有可能选择合资。此外,机构投资者持股比例较高、董事长与总经理两职合一的企业更倾向于并购或合资;高管持股比例较高的企业更倾向于绿地投资或合资;而股权集中度、董事会规模对海外市场进入模式选择没有显著影响。文章对于如何通过完善公司治理机制推动中国企业“走出去”提供了重要的经验证据。

关键词:公司治理;市场进入模式;对外直接投资;欧盟

中图分类号:F272 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2015)03-0088-12

一、引 言

近年来,随着经济全球化的进一步发展,对外直接投资成为世界经济增长的重要推动力。企业在“走出去”的过程中面临的最重要决策之一就是选择何种海外市场进入模式,这不仅决定了企业能否成功进入海外市场,还关系到企业在海外市场的后续经营以及在全球市场上的竞争优势和长远的国际化发展。因此,海外市场进入模式选择一直被认为是国际商务领域的研究热点和前沿问题(Brouthers 和 Hennart, 2007)。作为企业国际化扩张中的一个复杂的重要战略决策,海外市场进入模式选择最近被认为会受到特定公司治理结构的影响(Strange 等, 2009)。一方面,进入海外市场是高风险活动,存在信息不对称和经营环境的差异,因此会出现代理问题;而公司治理机制的设计能够降低代理成本,使管理者和所有者的利益趋于一致。另一方面,董事会是公司控制体系的核心和最高权力机构,有义务监督管理者的不当或自利行为,并且凭借自身的知识和经验为管理层决策提供建议(Lai 等, 2012),从而对海外市场进入模式决策产生重要影响。

尽管近年来部分学者开始关注公司治理对国际化战略决策的影响,如企业的出口倾向(Gao 等, 2009),对外直接投资意愿(Bhaumik 等, 2010)、国际化程度(Liu 等, 2014)和地理多元化程度(Tihanyi 等, 2003),但鲜有文献探讨治理结构对海外市场进入模式选择的影响。此外,在上述文献中,学者们大多将重点放在公司治理的某个特定方面,如所有权结构、

收稿日期:2014-10-10

基金项目:国家自然科学基金项目(71002082, 71472173)

作者简介:吕 萍(1980—),女,黑龙江哈尔滨人,中国科学院大学管理学院副教授;

郭晨曦(1991—),男,山西晋城人,中国科学院大学管理学院博士研究生。

董事会构成或高管收入等，而没有全面系统地考察治理结构的影响。

为了弥补现有研究的不足，本文采用中国上市公司在欧盟主要发达国家进行对外直接投资的数据，探讨公司治理对海外市场进入模式选择的影响机制，一方面可以丰富国际商务领域海外市场进入模式选择的影响因素研究，另一方面也将公司治理的相关理论拓展到国际化背景下特定的战略决策中。本文还从所有权结构、董事会结构和高层管理者激励三个方面系统分析公司治理对海外市场进入模式选择的影响，更加全面地揭示公司治理在企业国际化战略决策中扮演的角色。另外，现有的关于海外市场进入模式的文献大多只考虑企业在两种进入模式之间的选择，而本文采取更加符合企业现实的做法，即企业会权衡一系列可供选择的方案并做出决策，同时考察三种主要的海外市场进入模式（绿地投资、并购和合资）。

二、理论和假设

海外市场进入模式是指企业将产品、技术、人员技能、管理经验或其他资源转移到海外市场时所采取的制度安排。在对外直接投资过程中，主要有三种海外市场进入模式：绿地投资、并购东道国的企业和与东道国企业建立合资公司。^① 不同的海外市场进入模式具有异质的内在特性(Brouthers 和 Hennart, 2007)，如表 1 所示。首先，不同海外市场进入模式对海外分支机构的控制权不同；其次，绿地投资一般投资额较大，利润回收期较长，风险水平最高，而并购面临的风险一般也高于合资；再次，海外市场进入模式的监督成本是母公司和海外分支机构所有权和经营权的分离而产生的代理成本，母公司对海外分支机构的持股比例越小监督成本越大；最后，持股比例越大的海外市场进入模式，其潜在的长期收益越高。总而言之，不同的海外市场进入模式意味着不同的控制力、风险水平、监督成本和长期收益。

表 1 不同海外市场进入模式的内在特性

进入模式	控制力	风险水平	监督成本	长期收益
绿地投资	高	高	低	高
并购	中	中	中	中
合资	低	低	高	低

公司治理是指权利和责任在所有者、管理者和董事会等不同主体之间进行分配的特定结构，旨在设计一套有效的制衡机制来规范和约束代理人的行为，以降低代理成本。公司治理机制的不同，导致企业在进行对外直接投资时的风险偏好、控制能力、监督能力和长期/短期导向不同，正是通过这样的机制，公司治理结构会对内在特性不同的海外市场进入模式选择产生影响。

（一）所有权结构与海外市场进入模式

所有权结构是指企业股份的归属和各自所占的比例，它决定了所有者与公司之间的利益分配和控制关系以及公司与外部利益集团之间的关系。所有权结构包括股权集中度和股东性质两个方面。

股权集中度体现了所有者对管理者的控制力度。根据代理理论，当股权集中度较高时，代理成本降低了，对于大股东投资者来说，其单一投资带来的风险急剧上升，因此具有更大的监督管理层和对自己认为有利可图的战略施加影响的动机(Tihanyi 等，2003)；当股权集

^① 并购和合资的定义如下：企业对海外分支机构的持股比例在 90% 及以上为并购，90% 以下为合资。

中度较低时,分散的股东出现“搭便车”行为,采用“用脚投票”的行为使治理能力下降。关于股权集中度对企业国际化的影响,李平和徐登峰(2010)的研究表明,集权控制型的企业在海外市场进入模式选择上倾向于采用独资方式。相比分散的股权结构,股权越集中,股东对管理层的控制力度越大,用手投票的监督成本越低,因此企业越倾向于选择绿地投资。为此,提出如下假设:

假设 1a:股权集中度越高,企业在对外直接投资时越倾向于选择绿地投资。

所有权结构对企业对外直接投资决策产生影响的一个重要原因是不同类型的所有者具有不同的风险偏好、监督能力和决策视野。其中,机构投资者对公司治理的影响表现为投资周期的选择和参与公司治理的意愿和能力(李维安和李滨,2008)。对发达国家和发展中国家的研究都表明,机构投资者有助于改善公司治理,并显著影响企业的战略选择(Lien 等, 2005)。主流观点认为,机构投资者的行为具有短期性和风险规避的特点;但也有少数学者(Musteen 等, 2009)认为,机构投资者更关注长期收益,因为其较大的投资降低了退出的灵活性。目前,国内机构投资者自身所管理的资产占流通市值和上市公司总市值的比例都较低,缺乏有效的手段进入公司董事会及内控委员会(许绍双和田昆儒,2009),因此其投资往往是短期的。鉴于对企业的高监督成本和低实际控制权,机构投资者大多采取分散投资的策略。随着机构投资者持股比例的增加,^①企业更有可能选择合资或并购。由此提出如下假设:

假设 H1b:机构投资者持股比例越高,企业在对外直接投资时越倾向于选择并购或合资。

国有股由政府国有资产管理部门持有,从公司治理的角度看,国有股先天具有产权残缺的性质,难以对管理者进行有效的监督和约束,甚至出现所有权“虚置缺席”,做出的决策倾向于保守,偏好风险较低的进入模式。但实际上,国有企业往往在海外投资中表现出大手笔,试图获得或维持对海外资产运营的极大控制权。原因在于:一方面,它们具有很强的资金实力或在技术上占据主导地位,如能源和资源企业(Amighini 等, 2013);另一方面,它们在海外投资时追求的不仅仅是经济目标,还包括政治目标,如通过海外投资表明自身国际贸易的能力,为其从事服务国家利益的活动挣得更多的声誉(Song 等, 2011)。因此,提出如下假设:

假设 1c:国有股比例越高,企业在进行对外直接投资时越倾向于选择绿地投资。

(二)董事会结构与海外市场进入模式

董事会的关键职责可以简要归纳为业绩监督、强化执行、守法与沟通。现有研究主要探讨了董事会规模与企业国际化倾向之间的关系,而且研究结论并不一致。一方面,企业面对不同于本国的制度环境时需要处理的信息量增多,往往需要更大的董事会规模(杨青等, 2012)。另一方面,董事会规模增大导致缺乏创新与效率低下,其负面影响可能会超过其规模增大带来的正面影响,高协调成本和弱控制力使得企业难以控制国际化战略实施中的各种风险,因而国际化程度降低。随着董事会规模的扩大,单个董事对董事会的控制力下降,出现“一个和尚担水吃,两个和尚抬水吃,三个和尚没水吃”的现象,因此可能促使董事投票时选择与其控制程度相匹配的方案。因此,提出如下假设:

^①这里并非指单一机构投资者对一家企业的持股比例增大,而出现“一家独大”的情况,而是指多个机构投资者同时介入一家企业。

假设 2a:董事会规模越大,企业在对外直接投资时越倾向于选择并购或合资。

独立董事是为提高治理效果而设立的一种制度。^①关于独立董事对企业国际化战略决策的影响主要表现在:一方面,独立董事一般具有良好的教育背景和国际化经验,能提高企业的风险容忍度(Datta 等, 2009),有利于企业的国际化。另一方面,与公司内部董事相比,独立董事拥有的关于组织运营和管理、企业环境和竞争对手的信息较少,为避免增加经营中的风险和不确定性,往往对国际化战略采取保守态度。但是,我们认为,对于国内的上市公司,独立董事往往一人身兼数职,没有足够的精力关注企业事务,出现所谓的“举手签字,拿钱走人”、“独立董事不独立”和“董事独立不懂事”等状况,使独立董事沦为制度“花瓶”。为了维护自身声誉和影响力,很多独立董事持有“无过即是功”的观念,对风险较高的进入模式持有保守态度。因此,提出如下假设:

假设 2b:独立董事比例越高,企业在进行对外直接投资时越倾向于选择并购或合资。

监事会是股份公司法定的必备监督机关,是在股东大会领导下,与董事会并列设置,对董事会和总经理行政管理系统行使监督的内部组织。随着监事会规模扩大,股东层对经营层的限制倾向与限制能力增强,使企业在海外市场进入模式选择上趋于保守。因此,提出如下假设:

假设 2c:监事会规模越大,企业在进行对外直接投资时越倾向于选择并购或合资。

董事长与总经理两职合一是指董事长同时兼任总经理,根据代理理论,这意味着监督者与被监督者合二为一,可能加剧公司的内部人控制,从而无法起到有效监督管理者行为的作用。Sanders 和 Carpenter(1998)指出,国际化程度较高的公司在复杂的环境下,可能需要更多的授权,而董事长和总经理职位分开有利于产生这种局面。但也有学者指出,董事长和总经理两职合一有利于企业的国际化(George 等, 2005),因为创立者对企业的国际化战略影响很大,而很多中小企业的董事长就是企业的创立者。它们在进入海外市场时,更愿意选择并购或合资,由此可以借助外部资源,并与合作伙伴分担投资风险。Ellstrand 等(2002)也证明董事长与总经理两职合一的企业更有可能选择低风险的国际多元化战略。因此,提出如下假设:

假设 2d:董事长与总经理两职合一时,企业在进行对外直接投资时更倾向于选择并购或合资。

(三)管理层激励与海外市场进入模式

在信息不对称的情况下,完善有效的激励机制能够使管理者与所有者的利益及风险偏好趋于一致,从而提高公司价值。对高管的激励涉及给多少和如何给两方面问题。

高管获得的报酬是衡量对高层管理者激励的一个重要指标。其获得的报酬越高,就越有动力对国际化活动投入更多精力,实现股东价值最大化(Musteen 等, 2009)。Carpenter 等(2003)发现较高的高管报酬提高了企业的风险容忍程度,企业更倾向于国际化。Liu 等(2014)的研究也发现,高管的收入水平能够促进企业的对外直接投资。尽管如此,高管获得的报酬一般属于全部收入中的固定部分,当固定的报酬在高管收入总额中占有较大比重时,高层管理者往往不愿意积极承担高风险的投资项目,因为即使项目成功,他们也不会获得可观的额外收益;而项目失败,就会面临较高的被解雇的风险。在这种情况下,高层管理者往往不愿意选择风险很高的绿地投资。因此提出如下假设:

^①上市公司董事会成员中应当至少包括 1/3 的独立董事。

假设 3a:高管报酬总额占营业收入的比例越高,企业在进行对外直接投资时越倾向于选择并购或合资。

除了高管报酬,持股比例也会影响高层管理者的国际化战略决策行为。根据代理理论,高管持股有助于使管理者与所有者的利益趋于一致。持股的激励形式能够减少管理者的机会主义和风险规避行为,因为他们的财富取决于企业长期价值,而这正是所有者追求的目标。因此,高管持股比例越高,就越有可能选择有利于企业长期价值最大化的战略,如加大研发投入(Ghosh 等, 2007)。类似地,在进行海外投资时也会倾向于选择能使企业获得更高长期收益的进入模式。虽然只探讨了并购与合资两种进入模式,Datta 等(2009)和 Lai 等(2012)对美国企业的研究都发现,高管持股比例越高的企业,越有可能选择风险更高的并购模式。因此,提出如下假设:

假设 3b:高管持股比例越高,企业在进行对外直接投资时越倾向于选择绿地投资。

三、研究设计

(一)数据来源

本文采用的数据来源于在商务部登记备案的在德国、英国、法国、荷兰和意大利五国投资的中国企业名录、Wind 数据库和上市公司年报。截至 2012 年底,在德国、英国、法国、荷兰和意大利进行非金融类对外直接投资的中国企业有 837 家,涉及 1 382 条投资决策。选择在这五个国家进行对外直接投资的中国企业作为样本的原因是:第一,中国对欧盟进行对外直接投资的最大目的地国依次为德国、英国、荷兰、意大利和法国,在这五个国家进行对外直接投资的中国企业数量占在欧盟 28 个国家进行对外直接投资的中国企业数量的 64%。第二,这五个国家在世界经济发展中具有重要地位,如表 2 所示。第三,这五个国家在经济和制度环境等方面十分相近,从而能够排除东道国宏观区位变量的干扰。

表 2 德国、英国、意大利、荷兰和法国的 GDP、人均 GDP 和国际贸易总额及世界排名

国家	GDP		人均 GDP		国际贸易总额	
	总值(亿美元)	世界排名	总值(亿美元)	世界排名	总值(亿美元)	世界排名
德国	33 995.89	4	41 514	18	27 262.21	3
法国	26 128.78	5	39 772	20	13 099.27	5
英国	24 351.74	6	38 514	21	11 109.53	7
意大利	20 132.63	9	33 049	23	10 806.51	8
荷兰	7 722.27	18	46 054	14	12 596.98	6

注:GDP 和人均 GDP 是 2012 年数据,数据来自于:世界银行;国际贸易总额是 2011 年的数据,数据来自于:中国统计年鉴(2012)。

考虑到公司治理数据的可得性和可靠性,剔除非上市公司和数据缺失的海外港台上市公司,得到 169 家企业的 263 条投资决策。

根据前文的分析,企业选择何种海外市场进入模式与当时的治理结构密切相关,因此公司治理结构数据采用企业进入海外市场当年的信息。如果企业上市时间晚于进入海外市场的年份,则选取上市第一年的治理结构数据进行替代。^①

(二)变量测量

1. 因变量:企业对外直接投资的市场进入模式,是多分类选择变量。中国企业的对外

^① 这种情形的企业共有 43 家,涉及投资决策 55 条。

直接投资基本采用绿地投资、并购和合资三种模式;赋值情况为:绿地投资=1,并购=2,合资=3。

2. 自变量:股权结构、董事会结构和管理层激励。(1)股权结构包括股权集中度和股东性质。其中,前者采用前五大股东持股比例的赫芬达尔指数衡量,后者分别采用机构投资者比例和国有股比例衡量。前五大股东持股比例的赫芬达尔指数为 $\sum s_i^2$, s_i 表示第 i 个股东持股比例, $i=1,2,\dots,5$ 。该指数越大,表明股权越集中。机构投资者比例为机构投资者股数占总股数的比重,国有股比例为国有股股数占总股数的比重。(2)董事会结构。其中董事会规模用董事会总人数衡量;独立董事比例为董事会中独立董事人数占总人数的比例衡量;监事会规模用监事会总人数衡量;董事长与总经理是否两职合一为哑变量,是取值为 1,否则为 0。(3)管理层激励包括高管报酬总额比例和高管持股比例。前者为高管年度报酬总额占公司营业收入的比重;后者为高层管理人员持有的股份占公司总股本的比重。

3. 控制变量:(1)企业规模:用企业进入海外市场当年总资产的自然对数衡量。(2)文化距离:根据 Hofstede(1983)的研究,文化距离的计算公式为 $CD_j = \sqrt{\sum_{i=1}^5 \frac{(I_{ij} - I_{ic})^2}{V_i}}$; 其中, I_{ij} 为第 j 个国家的第 i 个文化纬度指数, V_i 为第 i 个文化纬度指数的方差, c 为中国, CD_j 为第 j 个国家与中国的文化差距。(3)企业年龄:用海外市场进入年份与企业成立年份的差值衡量。(4)其他企业经验:采用相同模式进入相同东道国的企业数目来衡量。(5)企业所处行业:根据 SIC 代码的分类,如果企业属于制造业,取值为 1;否则为 0;(6)从事海外活动的类型:中国企业在海外从事的对外直接投资活动主要包括生产制造、销售和研发三类。分别设置三个哑变量,如果企业开展了相应类型的活动,取值为 1;否则为 0。

(三)模型构建

由于因变量为多分类选择变量,因此采用多项 Logistic 回归模型检验公司治理结构对海外市场进入模式选择的影响。模型构建如下:

$$\ln\left(\frac{P_i}{1-P_i}\right) = A + B\vec{X} + C\vec{Y} + \epsilon_i, i=1,2,3$$

P_i 代表企业在进行对外直接投资时选择绿地投资、并购或合资模式的概率, $\vec{X}_i$ 代表公司治理指标构成的向量, B 代表公司治理指标构成的向量对海外市场进入模式的影响程度, $\vec{Y}_i$ 代表其余控制变量构成的指标, C 代表其余控制变量构成的指标对海外市场进入模式的影响程度。

四、实证分析

(一)描述性统计

表 4 是样本企业的描述性统计分析。其中,采用绿地投资、并购和合资的企业数分别有 177(67.3%)、45(17.11%)和 41(15.59%)。通过方差分析检验样本均值发现, HER 指数、董事长与总经理两职合一和高管持股比例三个变量在不同的海外市场进入模式之间存在显著差异,为避免模型中的多重共线性问题,我们还检验了方差膨胀因子;结果显示所有变量的 VIF 均小于 5。

表 3 样本企业的海外市场进入模式和治理结构的描述性统计分析

自变量	方差分析	绿地投资			并购			合资		
	F	均值	最小值	最大值	均值	最小值	最大值	均值	最小值	最大值
HER 指数	4.04**	0.25	0	0.9	0.21	0.03	0.64	0.17	0.04	0.76
机构投资者比例	1.61	30.88	0	96.85	35.63	0	81.57	35.51	0	98.13
国有股比例	0.81	10.77	0	85	6.12	0	66.67	9.85	0	70
董事会规模	0.46	11.58	5	21	11.24	7	19	11.15	7	16
独立董事比例	0.67	0.34	0.1	0.64	0.33	0.21	0.45	0.35	0.18	0.6
监事会规模	0.34	4.95	2	12	4.71	3	10	4.73	2	12
董事长与总经理两职合一	2.49*	0.18	0	1	0.27	0	1	0.32	0	1
高管报酬总额比例	1.64	0.14	0	1.53	0.17	0	1.53	0.07	0	0.89
高管持股比例	4.31**	1.73	0	19.55	1.51	0	9.75	3.68	0	19.43
N		177			45			41		
百分比		67.3			17.11			15.59		

注：**和*分别表示 5%和 10%显著性水平。

多项 logistic 回归模型要求对因变量中任意两个类别做出选择时,该类别的选择与其他选择无关,即满足“独立于无关类型(*Independence of Irrelevant Alternatives, IIA*)”假设。我们采用 Hausman 和 McFadden(1984)的检验方法,得到有约束的包含三种选择的模型参数和无约束的含两种选择的模型参数,以此构造的统计量的 *P* 值小于 0.1,表明企业海外市场进入模式的选择类型满足 *IIA* 假设。

(二)实证结果

表 4 显示了多项 logistic 回归模型的结果。模型 1 仅加入控制变量,模型 2—模型 4 分别增加所有权结构、董事会结构和管理层激励的相关变量,模型 5 是包含所有变量的全模型。

根据模型 1 和模型 5 的结果可知,文化距离、企业年龄、其他企业经验、从事不同类的活动都会对海外市场进入模式有显著的影响,而企业规模和所属行业对海外市场进入模式选择没有显著影响。

模型 2 和模型 5 检验了所有权结构对海外市场进入模式选择的影响,结果显示:(1)股权集中度对海外市场进入模式选择没有显著影响,假设 1a 没有得到支持。这说明股权集中带来的对管理层监督能力的提升不足以降低管理层的风险规避倾向;可能是因为上市公司仍然存在权利不对等、承担义务不对等、不同股东获得的收益和承担的风险不对等以及不平等的股权分置等问题(赵俊强等,2006)。(2)机构投资者持股比例越高,与绿地投资相比,企业越倾向于选择并购或合资,假设 1b 得到支持;国有股比例越高,与并购和合资相比,企业越倾向于选择绿地投资,假设 1c 得到支持。因此,不同类型的所有者确实对海外市场进入模式有不同的偏好,进而影响企业的海外投资战略决策。国内的机构投资者在参与上市公司治理过程中,面临高监督成本和低实际控制权等问题,更愿意选择能够分散风险的合资或并购,因而是压力敏感型投资者(David 等, 1998);而国有股份较高的企业在对外扩张时更倾向于采用绿地投资以掌握控制权,获得战略优势(Amighini 等, 2013),因而是压力忍耐型投资者。

模型 3 和模型 5 检验了董事会结构对海外市场进入模式选择的影响,结果显示:(1)董事会规模对海外市场进入模式没有显著影响,假设 2a 没有得到支持;可能的原因是,尽管董事会规模的增大能够吸纳更多的具有丰富管理经验和专业知识的人才,从而提高企业的风险容忍度,但这种优势往往被大幅增加的沟通和协调成本所抵消,因而并不能起到降低代理成本的作用。(2)独立董事比例越高,企业对不同海外市场进入模式的偏好程度由大到小依次是合资、并购和绿地投资,假设 2b 得到支持。监事会规模越大,与并购和合资相比,企业越偏好绿地投资,该结果与假设 2c 刚好相反;可能的原因是,我国的监事会制度失效较为严

重,包括独立性无保障、职权不健全、行权缺乏保障、缺乏必要的激励和约束机制等(李建伟,2004),从而未能发挥应有的监督作用以解决不同主体风险偏好不一致所产生的代理问题。特别地,当监事会规模越大时,这种“花瓶监视”现象会愈加突出,导致监事会无法制约甚至助推了企业海外投资决策过程中的风险偏好行为。(4)当董事长与总经理两职合一时,与绿地投资相比,企业更有可能选择并购或合资,假设 2d 得到支持。结合我国上市公司实际和样本企业特征,绝大部分两职合一的企业均为中小企业,且董事长(总经理)持有股份,甚至是家族企业。这类企业的对外直接投资决策直接影响到其自身利益,因此,它们更有可能选择风险程度相对较小的海外市场进入模式。

模型 4 和模型 5 检验了管理层激励对企业海外市场进入模式选择的影响,结果显示:(1)高管报酬总额占营业收入的比例越大,与绿地投资相比,企业越有可能选择并购。尽管模型 4 中高管报酬总额比例的系数不显著,但在模型 5 中加入了其他变量后,该系数在 10%的水平上显著($p=3.453$),因此,假设 3a 得到部分支持。该结果表明,高管报酬对海外市场进入模式选择具有双重效应:一方面,管理者如果已经获得较高的固定报酬,往往追求稳妥,不愿意承担高风险的投资项目;另一方面,较高报酬产生的激励作用使他们的行为更加符合所有者的利益,从而采取有利于提升企业长期价值的战略。在两种效应的作用下,企业更有可能选择风险程度折中的并购模式。(2)高管持股总额占总股本的比例越高,与并购相比,企业越倾向于选择绿地投资或合资,假设 3b 也得到了部分支持。高管持股比例作为一种重要的激励机制,使管理者倾向于有利于企业长期价值的绿地投资模式,这一点不难理解,也符合现有文献的结论,如 Lai 等(2012)和 Musteen 等(2009)对美国企业的研究。但有趣的是,企业还有可能选择合资模式,究其原因:一方面,国内高管持股比例较高的企业大多是中小企业,风险承受能力有限,因此倾向于选择合资。如左晶晶和唐跃军(2011)和 George 等(2005)的研究显示,高管持股比例越高,越不利于中小企业的国际化。另一方面,如果高管持股比例较高,其个人财富与企业业绩密切相关,面临的机会成本较大,可能会表现出风险规避倾向(Fernández 和 Nieto, 2006)。由此可以看出,与西方企业相比,中国高管持股制度对企业的影响更为复杂。

表 4 多项 logistic 回归模型结果

类别	变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5
绿地 投资 与并 购的 比较	截距	6.239 [*]	7.857 [*]	7.802 [*]	5.720 [*]	8.709
	企业规模	-0.148	-0.425 ^{**}	-0.004	-0.076	-0.041
	文化距离	-1.669 ^{**}	-2.000 ^{**}	-2.125 ^{**}	-1.671 ^{**}	-3.204 ^{**}
	企业年龄	0.253 ^{***}	0.257 ^{***}	0.235 ^{***}	0.259 ^{***}	0.292 ^{***}
	其他企业经验	-0.071 ^{***}	-0.105 ^{***}	-0.083 ^{***}	-0.071 ^{***}	-0.139 ^{***}
	所属行业	-0.951	-1.199	-1.352 [*]	-0.727	-1.039
	海外从事生产	1.896 ^{***}	2.827 ^{***}	2.313 ^{***}	1.898 ^{***}	4.084 ^{***}
	海外从事销售	0.822	0.861	0.907	0.844	0.678
	海外从事研发	2.364 ^{***}	3.415 ^{***}	2.591 ^{***}	2.330 ^{***}	3.937 ^{***}
	HER 指数		3.827			4.139
绿地 投资 与并 购的 比较	机构投资者比例		0.050 ^{***}			0.070 ^{***}
	国有股比例		-0.060 ^{***}			-0.064 ^{***}
	董事会规模			-0.039		0.132
	独立董事比例			6.209 [*]		8.890 [*]
	监事会规模			-0.215 [*]		-0.400 ^{**}
	董事长与总经理两职合一			0.818 [*]		1.871 ^{**}
	高管报酬总额比例				0.907	3.453 [*]
	高管持股比例				-0.038 [*]	-0.239 ^{**}

续表4 多项logistic回归模型结果

类别	变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5
绿地 投资 与合 资的 比较	截距	−2.297	−1.135	−2.989	−2.937	−4.564
	企业规模	0.051	−0.131	0.301*	0.084	0.306
	文化距离	0.220	0.109	−0.287	0.310	−0.767
	企业年龄	0.281***	0.254***	0.244***	0.273***	0.266***
	其他企业经验	−0.092***	−0.121***	−0.112***	−0.090***	−0.164***
	所属行业	−0.006	−0.615	−0.483	−0.054	−0.390
	海外从事生产	1.835***	2.729***	2.459***	1.856***	4.063***
	海外从事销售	−0.981	−0.744	−1.088	−0.968	−1.446
	海外从事研发	1.275*	2.259**	1.834*	1.304*	2.989**
	HER 指数		0.458			2.206
	机构投资者比例		0.054***			0.076***
	国有股比例		−0.045**			−0.041**
	董事会规模			−0.046		0.062
	独立董事比例			15.098***		20.481***
	监事会规模			−0.325*		−0.527**
	董事长与总经理两职合一			1.176*		1.720*
	高管报酬总额比例				0.729	3.456
	高管持股比例				0.054	−0.096
并购 与合 资的 比较	截距	−8.536**	−9.272***	−10.790**	−8.657**	−13.274**
	企业规模	0.200	0.232	0.296*	0.160	0.348
	文化距离	1.889**	0.219**	1.838**	1.981**	2.437***
	企业年龄	0.028	−0.009	0.009	0.014	−0.025
	其他企业经验	−0.021	−0.023	−0.029*	−0.019	−0.025
	所属行业	0.944	0.024	0.868	0.673	0.649
	海外从事生产	−0.061	0.068	0.146	−0.042	−0.022
	海外从事销售	−1.803***	−1.435**	−1.995***	−1.812***	−2.124***
	海外从事研发	−1.090*	−0.583	−0.757	−1.026	−0.948
	HER 指数		−3.365			−1.933
	机构投资者比例		0.009			0.005
	国有股比例		0.010			0.024
	董事会规模			−0.007		−0.070
	独立董事比例			8.889*		11.591**
	监事会规模			−0.111		−0.127
	董事长与总经理两职合一			0.358		−0.151
	高管报酬总额比例				−0.178	0.004
	高管持股比例				0.091*	0.143*
	卡方值	227.698***	273.569***	248.430***	231.036***	299.080***
	极大似然值 * −2	223.785	177.915	203.053	220.447	152.404
	R ²	0.706	0.788	0.745	0.713	0.828
	N	263	263	263	263	263

注：*、** 和 *** 分别表示 10%、5% 和 1% 的显著性水平。

五、讨论和结论

本文从所有权结构、董事会结构和管理层激励三个方面系统地研究了公司治理结构对企业对外直接投资过程中重要的战略决策——海外市场进入模式选择的影响机制。研究结果显示：公司治理结构显著影响了企业的海外市场进入模式选择，不同的治理机制设计对不同的海外市场进入模式（绿地投资、并购、合资）具有不同的倾向性。

关于所有权结构对海外市场进入模式选择的影响，本文区分了两种不同类型的所有者对海外市场进入模式选择的影响，发现机构投资者更倾向于选择并购或合资，是压力敏感型投资者，这与以往学者的研究结论基本一致（Filatotchev 等，2007）；而国有股东更倾向于选

择绿地投资,是压力忍耐型投资者,这与中国国有企业在对外直接投资过程中的表现相符。

关于董事会结构对海外市场进入模式选择的影响,与 Datta 等(2009)和 Lai 等(2012)对美国企业的研究结果不同,研究发现,独立董事比例越高,企业对海外市场进入模式的偏好程度由大到小依次为合资、并购和绿地投资。从积极的角度,该结果表明,独立董事的存在能够对国际化战略决策起到一定的监督作用,从而降低代理成本;从消极的角度来看,目前国内独立董事身兼数职,疲于应付企业事务的现象较为普遍,他们“无过即是功”的态度也是企业偏好风险较低的进入模式的原因。有趣的是,监事会规模越大,企业越倾向于选择风险程度较高的绿地投资而非并购或合资;这表明,我国监事会制度的失效情况十分严重,并未对企业的国际化战略决策起到有效的监督和制约作用。董事长与总经理的两职合一一是中小企业的重要特点,这样的企业更倾向于选择合资或并购。

关于管理层激励,我们选择了高管报酬总额占营业收入的比例和高管持股比例两个方面来检验其对海外市场进入模式选择的影响。有趣的是,二者导致企业对进入模式有完全不同的偏好:前者比例越高,企业越有可能选择并购(与绿地投资相比);而后者比例越高,企业越有可能选择绿地投资或合资。这表明,高管报酬和高管持股这两种激励机制都能够降低海外市场进入模式决策过程中的代理成本,但发挥作用的机制不同。高管报酬具有双重效应,使企业偏好风险折中的并购,这是以往文献未曾探讨过的。高管持股对海外市场进入模式选择的影响更为复杂,企业可能同时偏好风险较高的绿地投资或风险较低的合资,该结果与现有文献(Musteen 等, 2009; Lai 等, 2012)结论不同,这表明相同的公司治理机制对中西方企业国际化战略决策的影响存在较大差异。

需要说明的是,对于不同的投资区位(如发达国家和发展中国家),公司治理结构对海外市场进入模式的影响可能存在差异。中国企业的对外直接投资不仅面临着外来者劣势,还面临着新来者劣势(Guillén 和 Garcia-Canal, 2009)。不同投资区位制度环境的差异会导致不同成本和风险的外来者劣势和新来者劣势,因此具有不同风险承担能力的企业会通过选择合适的进入模式以抵消在不同投资区位面临的政治或法律风险(Lu 等, 2014)。例如, Tao 等(2013)的研究指出,由于国有企业的政治背景,导致其与民营企业承担风险的能力存在差异,它们会选择适合自身风险承受能力的进入模式(全资或并购)。也就是说,企业进入不同的区位进行投资,治理结构对进入模式选择的影响机制可能是不同的。由于样本限制,本文选取在欧盟五个发达国家投资的中国企业作为样本,因此研究结论仅限于治理结构对中国企业进入发达国家时进入模式选择的影响机制。今后,可以继续探讨企业进入发达国家和发展中国家的治理结构对进入模式选择影响机制的差异性。

参考文献:

- [1]李平,徐登峰. 独资还是合资——我国企业跨国直接投资进入模式的影响因素研究[J]. 经济管理, 2010, (5):57—63.
- [2]李建伟. 独立董事制度研究——从法学与管理学的双重角度[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2004.
- [3]李维安,李滨. 机构投资者介入公司治理效果的实证研究——基于 CCGI^{NK}的经验研究[J]. 南开管理评论, 2008, (1):4—14.
- [4]许绍双,田昆儒. 机构投资者公司治理角色的识别: 一个基于持股比例的博弈分析[J]. 南开管理评论, 2009, (5):65—69.
- [5]杨青,朱晓洋, Yurtoglu B B, 等. 公司复杂性, 最优董事会及其独立性选择[J]. 金融研究, 2012, (8):125—138.

- [6]赵俊强,廖士光,李湛. 中国上市公司股权分置改革中的利益分配研究[J]. 经济研究,2006,(11):112—122.
- [7]左晶晶,唐跃军. 高管过度激励、所有权性质与企业国际化战略[J]. 财经研究,2011,(6):79—89.
- [8]Amighini A A, Rabellotti R, Sanfilippo M. Do Chinese state-owned and private enterprises differ in their internationalization strategies? [J]. China Economic Review, 2013,(27):312—325.
- [9]Bhaumik S K, Driffield N, Pal S. Does ownership structure of emerging market firms affect their OFDI? The case of Indian automotive and pharmaceutical sectors[J]. Journal of International Business Studies, 2010, 41:437—450.
- [10]Brouthers K D, Hennart J F. Boundaries of the firm: Insights from international entry mode research[J]. Journal of Management, 2007,33(3):395—425.
- [11]Carpenter M A, Pollock T G, Leary M M. Testing a model of reasoned risk-taking: Governance, the experience of principals and agents, and global strategy in high-technology IPO firms[J]. Strategic Management Journal, 2003,24(9):803—820.
- [12]Datta D K, Musteen M, Herrmann P. Board characteristics, managerial incentives, and the choice between foreign acquisitions and international joint ventures[J]. Journal of Management, 2009, 35(4):928—953.
- [13]David P, Kochhar R, Levitas E. The effects of institutional investors on level and mix of CEO compensation[J]. Academy of Management Journal, 1998, 41(2):200—208.
- [14]Ellstrand A E, Tihanyi L, Johnson J L. Board structure and international political risk[J].The Academy of Management Journal, 2002, 45(4):769—777.
- [15]Fernández Z, Nieto M J. Impact of ownership on the international involvement of SMEs[J]. Journal of International Business Studies, 2006, 37(3):340—351.
- [16]Filatotchev I, Strange R, Piesse J, et al. FDI by firms from newly industrialised economies in emerging markets: Corporate governance, entry mode and location[J]. Journal of International Business Studies, 2007, 38(4):556—572.
- [17]Gao G Y, Murray J Y, Kotabe M, et al. A “strategy tripod” perspective on export behaviors: Evidence from domestic and foreign firms based in an emerging economy[J]. Journal of International Business Studies, 2010, 41(3):377—396.
- [18]George G, Wiklund J, Zahra S A. Ownership and the internationalization of small firms[J]. Journal of Management, 2005, 31(2):210—233.
- [19]Ghosh A, Moon D, Tandon K. CEO ownership and discretionary investments[J]. Journal of Business Finance & Accounting, 2007, 34(5—6):819—839.
- [20]Guillén M F, García-Canal E. The American model of the multinational firm and the “new” multinationals from emerging economies[J]. Academy of Management Perspectives, 2009, 23(2):23—35.
- [21]Hausman J, McFadden D. Specification tests for the multinomial logit model[J]. Econometrica, 1984,52(5):1219—1240.
- [22]Hofstede G. The cultural relativity of organizational practices and theories[J]. Journal of International Business Studies, 1983, 14(2):75—89.
- [23]Lai J H, Chen L Y, Chang S C. The board mechanism and entry mode choice[J]. Journal of International Management, 2012, 18(4):379—392.
- [24]Lien Y C, Piesse J, Strange R, et al. The role of corporate governance in FDI decisions: Evidence from Taiwan[J]. International Business Review, 2005, 14(6):739—763.
- [25]Liu X, Lu J, Chizema A. Top executive compensation, regional institutions and Chinese OFDI[J]. Journal of World Business, 2014, 49(1):143—155.
- [26]López-Duarte C, Vidal-Suárez M M. Cultural distance and the choice between wholly owned subsidiaries and joint ventures[J]. Journal of Business Research, 2013, 66(11):2252—2261.

- [27]Lu J Y, Liu X H, Wright M, et al. International experience and FDI location choices of Chinese firms: The moderating effects of home country government support and host country institutions[J]. *Journal of International Business Studies*, 2014, 45(4):428—449.
- [28]Musteen M, Datta D, Herrmann P. Ownership structure and CEO compensation: Implications for the choice of foreign market entry modes[J]. *Journal of International Business Studies*, 2009, 40(2):321—338.
- [29]Sanders W G, Carpenter M A. Internationalization and firm governance: The roles of CEO compensation, top team composition, and board structure[J]. *The Academy of Management Journal*, 1998, 41(2):158—178.
- [30]Song L, Yang J, Zhang Y. State-owned enterprises' outward investment and the structural reform in China[J]. *China & the World Economy*, 2011, 19(4):38—53.
- [31]Strange R, Filatotchev I, Buck T, et al. Corporate governance and international business[J]. *Management International Review*, 2009, 49(4):395—407.
- [32]Tao B, Jin Z M, Qi X G. Chinese firms' outward FDI entry mode choice: The role of ownership and network[J]. *Journal of Innovation Management*, 2013, 1:108—124.
- [33]Tihanyi L, Johnson R A, Hoskisson R E, et al. Institutional ownership differences and international diversification: The effects of boards of directors and technological opportunity[J]. *The Academy of Management Journal*, 2003, 46(2):195—211.

How Does Corporate Governance Structure Affect Foreign Market Entry Mode Decisions? Evidence from Chinese Listed Companies' OFDI into Main EU Developed Countries

Lü Ping, Guo Chenxi

(School of Management, University of Chinese Academy of Sciences, Beijing 100190, China)

Abstract: By using the data of Chinese listed companies' outward FDI (OFDI) into main EU developed countries, this paper examines the impact of corporate governance structure on foreign market entry mode decisions in three aspects, namely ownership structure, board structure and management incentives. It arrives at the empirical results as follows: firstly, companies with high proportion of state-owned equity and large board of supervisors are more likely to pursue greenfield investment; secondly, companies with high executive compensation are more likely to pursue mergers and acquisitions (M&As); thirdly, companies with high proportion of independent directors are more likely to pursue joint venture. In addition, institutional ownership and CEO duality are positively associated with the preference for M&As or joint venture; executive ownership is positively associated with the preference for greenfield investment or joint venture, while ownership concentration and board size have no significant effects on foreign market entry mode decisions. It provides important evidence for the advancement of the going-out of Chinese firms through the perfection of corporate governance.

Key words: corporate governance; market entry mode; foreign direct investment; EU

(责任编辑 周一叶)