

高管过度激励、所有权性质与企业国际化战略

左晶晶¹, 唐跃军²

(1. 上海理工大学 管理学院, 上海 200093;

2. 复旦大学 管理学院, 上海 200433)

摘要:文章采用中国制造业上市公司的数据讨论高管薪酬激励和股权激励对企业国际化程度的影响。研究证实, 由于边际递减效应在一定程度上形成所谓的过度激励, 中国上市公司高管股权激励与企业国际化程度之间表现为倒“U”形关系; 进一步研究发现, 国有和民营上市公司薪酬激励和股权激励在促使企业高管开展国际化经营方面的作用迥然相异。

关键词:国际化战略; 边际递减效应; 过度激励; 隐性激励; 所有权性质

中图分类号:F275 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2011)06-0079-11

一、引言

目前, 有关企业国际化的大量经验研究(Hymer, 1976; McKiernan, 1992; Hitt 等, 2006; Beckman 和 Burton, 2008)均倾向于认为, 高层管理者在企业国际扩张中扮演着至关重要的角色。这意味着在一定程度上有效激励高管积极从事并稳步推进风险较高、执行难度较大的国际化战略可能是提高企业国际竞争力的核心所在(Sanders 和 Carpenter, 1998)。不过, 国内相关领域研究者的兴趣依然停留在国际化战略对公司业绩的影响, 或者集中于关注高管薪酬激励、股权激励等对公司业绩的作用, 尚未有实证文献讨论高管激励对企业国际化可能存在的影响。

有鉴于此, 同时考虑到高管激励可能存在显著的边际递减效应, 即高管激励最初可能主要表现为激励效应, 而激励成本的不断投入可能导致过度激励, 使得堑壕效应和隧道效应逐渐占据主导, 进而不利于推进国际化战略, 因此, 本文采用中国制造业上市公司的数据讨论高管薪酬激励和股权激励对企业国际化程度的影响。本文的主要贡献在于通过实证检验验证在“第二类代理问

收稿日期: 2010-09-02

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(70802015)

作者简介: 左晶晶(1981—), 女, 河南沈丘人, 上海理工大学管理学院讲师, 博士;

唐跃军(1978—), 男, 湖南武冈人, 复旦大学管理学院讲师, 博士。

题”占据主导地位 and 隐性激励大量存在的中国市场,上市公司高管持股比例看起来显著较低却导致了一定程度的过度激励,从而不利于企业的国际化战略,即在边际递减效应和过度激励的作用下,高管股权激励与企业国际化程度之间表现为倒“U”形关系。

二、理论分析与研究假设

(一)高管薪酬激励与国际化战略

提高薪酬激励客观上能激励高管积极采用并不断推进企业国际化战略。原因在于,高管薪酬与其人力资本存量有关(Carpenter 和 Sanders, 2002),这可能会对企业国际化产生两方面的影响:一方面较高的薪酬有助于公司聘请到人力资本存量较高的高管,这些高管有更强的能力和更为丰富的经验应对复杂的国际化经营,另一方面提高薪酬激励将加大公司高管职位的潜在竞争强度,使现任高管面临更大的外部竞争压力,这有助于激励高管努力从事有利于企业长期发展的国际化,以此来证明自己的实力,从而获得更好的职业生涯发展,据此,我们提出假设 1。

假设 1: 高管薪酬越高,企业国际化程度越高。

在中国上市公司存在大量高管隐性激励(陈冬华等, 2005; 张鸣、陈震, 2006)的情况下,薪酬激励的作用是有限的,随着薪酬的不断提高,其边际激励作用可能会下降进而导致过度激励。根据期望理论,薪酬激励的有效性很大程度上取决于高管对薪酬吸引力的感知。当高管的个人财富较少时,薪酬往往具有较大的吸引力,能发挥较好的激励作用。随着高管薪酬的攀升,薪酬的激励作用开始下降,即存在所谓的边际递减效应,甚至随着薪酬的继续升高,薪酬的收入效应开始超过替代效应,^① 高管会更多地选择闲暇,降低努力程度,不愿意费力不讨好地实施风险高而收益不确定的国际化战略。^② 这意味着,当高管薪酬激励超过一定的合理范围后可能会对企业国际化产生负面影响,因而,我们提出假设 2。

假设 2: 高管薪酬与企业国际化程度之间表现为倒“U”形关系。

(二)高管股权激励与国际化战略

在所有权与经营权分离的现代公司中,所有者与经营者的目标不一致和信息不对称可能导致作为代理人的公司高管以牺牲股东利益为代价寻求自身利益最大化(Jensen 和 Meckling, 1976),这使得公司高管往往更看重个人财富增加、工作安全性以及职业声誉(Baysinger 等, 1991),而国际化战略的高风险性及其收益的长期性可能对此造成潜在的巨大威胁。因而,遵循委托—代理理论,公司有必要对高管实行股权激励以减少股东与高管之间潜在的目标冲突,使其在一定程度上享有企业的剩余索取权,分享国际化战略带来的长期收益,进而积极推进有利于企业长期发展的国际化战略,据此,我们提出假

设 3。

假设 3: 高管持股比例越高, 企业国际化程度越高。

不过, 高管股权激励的边际递减效应可能同样存在, 在管理者持股超过一定的合理范围后, 激励效应可能转为堑壕效应和隧道效应。一方面, 大量持股可能减弱高管从事国际化经营的内在激励, 因为随着高管持股的增加, 其个人财富迅速膨胀, 导致其偏好发生改变, 倾向于选择更多的休闲而不进行投入巨大但收益不确定的国际化经营; 另一方面, 高管持股的增加还会减弱高管从事国际化经营的外在激励, 因为随着高管持股的增加, 公司因经营不善而被接管的可能性降低, 这可能强化现任高管的惰性, 从而不愿积极推进国际化战略。

需要特别注意的是, 多数中国上市公司采取股权高度集中的公司治理模式,^③ 控股股东左右了上市公司治理与管理的主要方面, 管理层往往直接代表控股股东的利益。虽然高管持股比例表面上看微乎其微, 但其从属的控股股东利益集团却大多处于“一股独大”的状态。这使得其持股虽少, 却完全可能依靠控股股东攫取大量包括在职消费等在内的隐性激励, 形成所谓的过度激励, 从而导致高管持股与企业国际化程度之间亦可能表现为倒“U”形关系, 据此, 我们提出假设 4。

假设 4: 高管持股比例与企业国际化程度之间呈现倒“U”形关系。

显然, 假设 2 和假设 4 的逻辑是薪酬激励和股权激励等对高管努力程度的影响可能存在较为显著的边际递减效应, 同时, 高管努力程度对企业国际化程度的影响也存在边际递减效应, 进而可能使得高管薪酬激励和股权激励与企业国际化程度之间呈现倒“U”形关系。在此需要特别说明的是, 已有研究文献多数倾向于潜在假定或认为中国上市公司高管激励不足, 因为上市公司披露的高级管理层薪酬激励和股权激励水平都显著低于西方成熟市场, 这似乎不足以导致过度激励。但是实际上, 由于中国上市公司广泛存在高管隐性激励(陈冬华等, 2005; 张鸣、陈震, 2006), 看起来较低水平的显性激励(薪酬激励和股权激励)也可能导致普遍且显著的过度激励。

三、模型、变量与数据

(一) 模型与变量

本文采用多元线性回归模型检验四个研究假设:

$$FSTS = B_0 + \sum_{i=1}^N B_i EV_i + \sum_{j=1}^M B_j CV_j + \epsilon$$

其中, EV 代表实验变量及其二次项, CV 代表控制变量, ϵ 为残差项。

对国际化程度的度量存在多种方案, 最常用的是海外销售收入占总销售收入的比重(FSTS)(Sambharyam, 1996), 还会采用海外资产占总资产的比重, 或者海外雇员数占总雇员数的比重来替代, 不过研究表明这三个指标是

表 1 变量定义

变量类型		变量名称	变量代码	变量含义及说明
解释变量	实验变量	薪酬激励 (EV _n)	MTC	t 期高级管理人员年度报酬总额
			MAC	t 期领薪高级管理人员平均薪酬 ^①
			T3DC	t 期金额最高的前三名董事的报酬总额
			T3MC	t 期金额最高的前三名高级管理人员的报酬总额
	控制变量	股权激励 (EV _m)	MSH	t 期高级管理人员持股比例
			BODSH	t 期董事会持股比例
			BODCSH	t 期董事长持股比例
			CEOSH	t 期总经理持股比例
被解释变量	所属行业 控制人类型 第一大股东持股 盈利能力 财务杠杆 公司规模	Indus _i	哑变量,上市公司 t 期隶属该行业为 1,取他为 0(i=1,2⋯,8)	
		CTP	哑变量,上市公司 t 期实际控制人为民营控股时取 1,其他为 0	
		Sh1	t 期第一大股东持股比例	
		GPR	t 期销售毛利率	
		Dta	t 期资产负债率	
		Lnta	t 期总资产的自然对数	
被解释变量		国际化程度	FSTS	t+1 期或 t+2 期海外销售收入占总销售收入的比重×100

高度相关的(Sullivan,1994)。另外一个较常用的指标是基于海外各个销售区域销售收入的熵指数(Hitt 等,1997),后续研究表明熵指数和 FSTS 也是高度相关的(Hitt 等,1997; Tihanyitffu 等,2000)。考虑到数据的可得性,在不影响研究质量的前提下,与目前多数国内研究类似,本文采用海外销售收入占总销售收入的比重来衡量企业的国际化程度。同时,为了减少内生性问题的影响,本文对被解释变量分别作滞后一期和滞后两期处理。

(二)研究数据

本文选用 2004—2007 年在深交所和上交所上市的制造业上市公司作为研究样本。相关数据来自 Wind 资讯中国金融数据库和国泰安 CSMAR 数据库。为减少研究误差,我们对初始样本做如下处理:剔除研究期间数据缺失的样本和被停牌的上市公司。

四、实证分析结果

为了减小解释变量之间严重的多重共线性问题,本文选择逐一引入相关解释变量以及经过中心化(Centralling)处理之后构建的相应解释变量的二次项进行回归,主要的实证分析结果如表 2 所列。

在 10% 的显著性水平上,(1)董事、监事和高级管理人员年度报酬总额,领薪高级管理人员平均薪酬,金额最高的前三名董事的报酬总额,金额最高的前三名高级管理人员的报酬总额越高,滞后一期和滞后两期的国际化程度越高,提高薪酬激励有利于促使公司高管积极推进国际化战略,而且薪酬激励的滞后效应相当明显,这支持假设 1。不过,有关二次项的检验结果均不显著,未表现出预期中的倒“U”形关系。总体而言,目前中国上市公司薪酬激励并未对高管造成显著的过度激励,假设 2 未得到支持。(2)高层管理人员和董事

会持股比例越高,滞后一期和滞后两期的国际化程度越高,同时相应二次项亦显著。这意味着高层管理人员和董事会持股比例与滞后一期和滞后两期的国际化程度之间呈现倒“U”形关系,不仅存在显著的滞后效应,而且存在明显的边际递减效应,持股比例过高,可能对高层管理人员和董事会形成一定程度的过度激励,不利于提升公司的国际化程度,这支持假设 3 和假设 4。不过,董事长持股比例对滞后一期和滞后两期的国际化程度均不存在显著影响,而总经理持股比例亦仅与滞后一期的国际化程度显著正相关,这可能暗示上市公司有必要避免平均主义,重点加大对作为高层管理团队核心的董事长和总经理的股权激励,使其积极推进有利于企业长期发展的国际化战略。

表 2 回归模型分析结果

变量	FSTS _{t+1}				FSTS _{t+2}			
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7	Model 8
EV _n	0.150*** (3.775)	0.139*** (3.790)	0.153*** (3.880)	0.126*** (3.351)	0.134*** (2.777)	0.147*** (3.382)	0.144*** (2.957)	0.152*** (3.334)
EV _m	0.300*** (4.175)	0.280*** (4.009)	0.0050 (0.069)	0.128* (1.713)	0.304*** (3.378)	0.309*** (3.565)	-0.031 (-0.323)	0.122 (1.249)
EV _n ²	-0.024 (-0.667)	0.003 (0.098)	-0.031 (-0.850)	-0.006 (-0.181)	-0.003 (-0.057)	0.012 (0.302)	-0.029 (-0.650)	-0.026 (-0.612)
EV _m ²	-0.215*** (-3.087)	-0.201*** (-2.969)	0.076 (1.004)	-0.067 (-0.909)	-0.220*** (-2.533)	-0.232*** (-2.774)	0.106 (1.153)	-0.082 (-0.856)
Indus _i	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
CTP	0.037 (1.425)	0.036 (1.375)	0.046* (1.792)	0.064** (2.494)	0.049 (1.494)	0.041 (1.273)	0.063* (1.934)	0.077** (2.396)
Sh1	0.038 (1.519)	0.035 (1.387)	0.030 (1.167)	0.030 (1.190)	0.068** (2.151)	0.067** (2.115)	0.057* (1.794)	0.060* (1.864)
GRP	-0.144*** (-5.146)	-0.143*** (-5.080)	-0.139*** (-4.943)	-0.140*** (-4.973)	-0.133*** (-3.810)	-0.134*** (-3.853)	-0.126*** (-3.619)	-0.134*** (-3.820)
Dta	-0.025 (-0.958)	-0.026 (-0.986)	-0.033 (-1.257)	-0.033 (-1.262)	-0.022 (-0.685)	-0.022 (-0.705)	-0.032 (-0.997)	-0.034 (-1.047)
Lnta	-0.019 (-0.657)	-0.014 (-0.486)	-0.016 (-0.553)	-0.003 (-0.121)	-0.011 (-0.296)	-0.013 (-0.360)	-0.008 (-0.214)	-0.006 (-0.176)
R ²	0.118	0.118	0.110	0.106	0.115	0.121	0.106	0.105
adj.R ²	0.109	0.110	0.101	0.097	0.101	0.107	0.092	0.091
F 值	13.093***	13.206***	12.151***	11.704***	8.359***	8.832***	7.593***	7.526***
N	1688	1688	1688	1688	1111	1111	1111	1111

注:***、**和*分别表示 $P<0.01$ 、 $P<0.05$ 和 $P<0.1$ (双尾);EV_n 和 EV_n² 分别依次表示 MTC、MAC、T3DC、T3MC 及其二次项;EV_m 和 EV_m² 分别依次表示 MSH、BODSH、BODCSH、CEOSH 及其二次项;括号内为 t 值,下表同。

对控制变量的回归显示,实际控制人为民营控股的上市公司滞后一期和滞后两期的国际化程度更高,因而,民营上市公司实施国际化战略的积极性似乎更高;第一大股东持股比例越高,上市公司滞后两期的国际化程度越高,处于控制地位的第一大股东可能倾向于推动国际化战略;上市公司销售毛利率越低,滞后一期和滞后两期的国际化程度越高,这与我们的预期相反,原因可

能与所谓“中国制造”和“世界工厂”有关,中国企业大多处于产业链和价值链的低端,出口产品以高能耗、劳动力密集、低附加值类型(如纺织品等)为主,毛利率水平普遍较低;而销售毛利率较高的上市公司其国内市场可能尚处于成长期,盈利性较强,面临的竞争压力不大,国际化意愿反而不强烈。

我们特别注意到,民营企业和其他类型的企业(特别是国有企业)在高管激励机制方面可能存在显著差异,为此,我们将样本中的实际控制人分为民营控股和国有控股做进一步比较。如表3所示,在5%的显著性水平上,实际控制人为民营控股的上市公司高层管理人员,董事会、董事长和总经理所持公司股份比例均显著高于实际控制人为国有控股的上市公司;而两种类型的上市公司在薪酬激励方面的差异则相对较小。有鉴于此,我们对实际控制人为民营控股和国有控股的上市公司分别进行回归分析,结果如表4和表5,国有和民营上市公司薪酬激励和股权激励促使高管开展国际化经营面的作用可谓迥然相异。

表3 国有上市公司和民营上市公司分类比较

比较变量	类别	N	均值	标准差	均值 标准差	t	显著性 (双尾)	均值 差异	差异 标准误
MTC	国有	1171	166.438	159.800	4.670	1.050	0.294	7.922	7.543
	民营	461	158.516	127.182	5.923				
MAC	国有	1171	13.605	12.184	0.356	-0.644	0.519	-0.417	0.647
	民营	461	14.022	10.652	0.496				
T3DC	国有	1171	56.376	59.160	1.729	-2.741	0.006	-9.011	3.287
	民营	461	65.386	61.338	2.857				
T3MC	国有	1171	52.757	50.764	1.483	1.973	0.049	5.315	2.693
	民营	461	47.443	44.148	2.056				
MSH	国有	1171	0.160	1.470	0.043	-8.804	0.000	-5.794	0.658
	民营	461	5.954	14.100	0.657				
BODSH	国有	1171	0.127	1.316	0.038	-8.512	0.000	-5.292	0.622
	民营	461	5.419	13.324	0.621				
BODCSH	国有	1171	0.093	1.223	0.036	-7.740	0.000	-2.593	0.335
	民营	461	2.686	7.151	0.333				
CEOSH	国有	1171	0.053	1.007	0.029	-6.581	0.000	-1.368	0.208
	民营	461	1.421	4.419	0.206				
FSTS _{t+1}	国有	1171	12.104	18.024	0.527	-2.134	0.033	-2.529	1.185
	民营	461	14.634	22.800	1.062				
FSTS _{t+2}	国有	784	12.233	17.970	0.642	-1.782	0.075	-2.652	1.489
	民营	286	14.885	22.714	1.343				

具体而言,与全样本的回归结果显著不同,以民营上市公司为样本的回归模型分析显示,民营上市公司高管薪酬激励对国际化程度基本上没有显著作用,未能支持假设1,仅有金额最高的前三名董事的报酬总额与上市公司滞后期一期的国际化程度正相关。不过,民营上市公司高管股权激励促使其推动国

际化战略的作用较明显,这与全样本的回归结果基本一致。在 10% 的显著性水平上,民营上市公司高层管理人员和董事会持股比例越高,滞后一期和滞后两期的国际化程度越高,同时相应二次项亦显著。这意味着民营上市公司高层管理人员和董事会持股比例与滞后一期和滞后两期的国际化程度之间表现为倒“U”形关系,不仅存在显著的滞后效应,而且存在明显的边际递减效应,持股比例过高可能对高层管理人员和董事会形成一定程度的过度激励,^⑤不利于提升上市公司的国际化程度,这支持假设 3 和假设 4。类似地,民营上市公司董事长持股比例对滞后一期和滞后两期的国际化程度均不存在显著影响,而总经理持股比例亦仅与滞后一期的国际化程度显著正相关,民营上市公司在实施股权激励过程中可能未有效避免平均主义,有必要重点加大对作为高层管理团队核心的董事长和总经理的股权激励,使其积极推进有利于企业长期发展的国际化战略。

表 4 以民营上市公司为样本的回归模型分析结果

变量	FSTS _{t+1}				FSTS _{t+2}			
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7	Model 8
EV _n	0.119 (1.548)	0.065 (0.948)	0.152* (1.923)	0.076 (1.100)	0.091 (0.919)	0.095 (1.082)	0.124 (1.223)	0.091 (1.028)
EV _m	0.523*** (4.453)	0.497*** (4.357)	0.036 (0.277)	0.231* (1.847)	0.603*** (4.067)	0.593*** (4.173)	0.060 (0.363)	0.233 (1.385)
EV _n ²	-0.049 (-0.719)	0.099 (1.605)	-0.048 (-0.673)	0.001 (0.018)	0.005 (0.052)	0.090 (1.130)	-0.032 (-0.345)	0.022 (0.271)
EV _m ²	-0.373*** (-3.331)	-0.352*** (-3.204)	0.122 (0.973)	-0.095 (0.973)	-0.422*** (-3.023)	-0.430*** (-3.178)	0.104 (0.671)	-0.105 (-0.643)
Indusi	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Sh1	0.157*** (3.392)	0.146*** (3.181)	0.140*** (2.973)	0.144*** (3.055)	0.192*** (3.230)	0.182*** (3.135)	0.163*** (2.651)	0.172*** (2.800)
GPR	-0.016 (-0.325)	-0.021 (-0.416)	-0.042 (-0.823)	-0.036 (-0.713)	-0.003 (-0.039)	-0.006 (-0.091)	-0.041 (-0.606)	-0.038 (-0.563)
Dta	0.166*** (2.967)	0.158*** (2.959)	0.129** (2.334)	0.169*** (3.239)	0.207*** (2.931)	0.196*** (2.903)	0.173** (2.460)	0.193*** (2.880)
Lnta	-0.029 (-0.618)	-0.024 (-0.521)	-0.010 (-0.219)	-0.006 (-0.131)	-0.061 (-1.025)	-0.057 (-0.960)	-0.044 (-0.722)	-0.035 (-0.576)
R ²	0.182	0.190	0.162	0.150	0.219	0.235	0.184	0.175
adj.R ²	0.153	0.161	0.131	0.119	0.172	0.189	0.135	0.126
F 值	6.164***	6.509***	5.343***	4.882***	4.696***	5.136***	3.774***	3.553***
N	461	461	461	461	286	286	286	286

对控制变量的回归显示,民营上市公司第一大股东持股比例越高,滞后一期和滞后两期的国际化程度越高,民营上市公司第一大股东可能更倾向于推动上市公司国际化战略。民营上市公司销售毛利率对滞后一期和滞后两期的国际化程度均无显著影响,随着自主创新意识的不断增强,民营企业可能正逐步摆脱“中国制造”和“世界工厂”属性的不利影响,走出产业链和价值链的低端。与其他类型企业实施国际化战略是基于成本优势且有些被国内竞争所迫

不同,民营企业国际化更多基于其核心能力且更主动地参与国际竞争。民营上市公司财务杠杆越高,滞后一期和滞后两期的国际化程度越高,这可能意味着民营企业在积极推进国际化战略进程中需要较强的债务融资支持。^⑥

以国有上市公司为样本的回归模型分析结果显示(见表5),国有上市公司董事、监事和高级管理人员年度报酬总额,领薪高级管理人员平均薪酬,金额最高的前三名董事的报酬总额,金额最高的前三名高级管理人员的报酬总额越高,滞后一期和滞后两期的国际化程度越高(具有明显的滞后效应),提高薪酬激励有利于促使国有上市公司高管积极推进国际化战略,而相应二次项的检验结果则均不显著,未能表现出预期中的倒“U”形关系。总体而言,目前中国国有上市公司薪酬激励并未对高管造成显著的过度激励。不过,与全样本的回归结果显著不同的是,国有上市公司高管股权激励水平较低(管理层持股比例平均仅为0.16%),对国际化程度基本上没有显著作用,不支持假设3和假设4,仅有国有上市公司董事长持股比例^⑦与滞后一期的国际化程度之间表现为正相关关系,同时呈现出倒“U”形关系,存在一定的边际递减效应,但不存在显著的滞后效应。国有上市公司董事长持股比例过高可能形成一定程度的过度激励,不利于提升公司国际化程度,这支持假设3和假设4。

表5 以国有上市公司为样本的回归模型分析结果

变量	FSTS _{t+1}				FSTS _{t+2}			
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7	Model 8
EV _n	0.134*** (2.706)	0.117*** (2.588)	0.122** (2.564)	0.123*** (2.667)	0.120** (2.007)	0.125** (2.394)	0.122** (2.108)	0.158*** (2.862)
EV _m	0.085 (0.891)	0.134 (1.403)	0.217* (1.691)	0.211 (1.247)	0.084 (0.690)	0.141 (1.178)	0.234 (1.449)	0.330 (1.533)
EV _n ²	0.004 (0.078)	0.002 (0.057)	-0.015 (-0.349)	0.007 (0.164)	0.027 (0.478)	0.006 (0.121)	-0.018 (-0.337)	-0.029 (-0.563)
EV _m ²	-0.090 (-0.954)	-0.133 (-1.402)	-0.221* (-1.402)	-0.218 (-1.287)	-0.091 (-0.755)	-0.138 (-1.163)	-0.239 (-1.485)	-0.337 (-1.568)
Indusi	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Sh1	-0.003 (-0.107)	-0.006 (-0.197)	-0.005 (-0.185)	-0.006 (-0.202)	0.035 (0.957)	0.035 (0.957)	0.034 (0.932)	0.035 (0.967)
GPR	-0.102*** (-3.127)	-0.105*** (-3.182)	-0.104*** (-3.172)	-0.102*** (-3.119)	-0.101** (-2.507)	-0.107*** (-2.645)	-0.102** (-2.532)	-0.109*** (-2.711)
Dta	-0.020 (-0.653)	-0.020 (-0.655)	-0.023 (-0.745)	-0.021 (-0.676)	-0.030 (-0.794)	-0.029 (-0.776)	-0.032 (-0.842)	-0.031 (-0.817)
Lnta	-0.089** (-2.522)	-0.074** (-2.150)	-0.074** (-2.162)	-0.074** (-2.183)	-0.092** (-2.159)	-0.082** (-1.980)	-0.078* (-1.874)	-0.086** (-2.086)
R ²	0.109	0.106	0.106	0.108	0.098	0.097	0.094	0.100
adj.R ²	0.096	0.094	0.094	0.096	0.079	0.078	0.075	0.081
F值	8.781***	8.585***	8.570***	8.736***	5.211***	5.134***	4.995***	5.300***
N	1171	1171	1171	1171	784	784	784	784

对控制变量的回归显示,在10%的显著性水平上,国有上市公司第一大

股东持股比例对国际化程度没有显著影响,显然,与民营上市公司不同,国有上市公司第一大股东缺乏推动国际化战略的积极性;与全样本的回归结果相同,国有上市公司销售毛利率越低,滞后一期和滞后两期的国际化程度越高,这意味着,受“中国制造”和“世界工厂”拖累的可能主要是国有上市公司,由于处于产业链和价值链的低端,国有上市公司在国内市场竞争压力日益增大的情况下,以出口高能耗、劳动力密集、低附加值、毛利率水平较低的产品为主;国有上市公司财务杠杆对国际化程度没有显著影响,这可能是因为与民营上市公司不同,国有上市公司一般较为容易取得债务融资;此外,与我们的预期有出入的是,国有上市公司规模越小,滞后一期和滞后两期的国际化程度越高,这可能与规模较小的国有上市公司在国内市场面临的竞争压力相对较大,^⑧不得不向海外寻求发展有关。

五、研究结论和建议

本文研究证实,由于边际递减效应在一定程度上形成所谓的过度激励,中国上市公司高管股权激励与企业国际化程度之间表现为倒“U”形关系,而且国有和民营上市公司薪酬激励和股权激励促使高管开展国际化经营的作用迥然相异。具体而言,中国民营上市公司主要通过股权激励促使高管积极推进国际化战略,高管薪酬激励对企业国际化程度作用不大。民营上市公司高层管理人员和董事会持股比例与滞后一期和滞后两期的国际化程度之间呈现倒“U”形关系,不仅存在显著的滞后效应,还存在明显的边际递减效应,持股比例过高可能对高层管理人员和董事会形成一定程度的过度激励,不利于提升公司的国际化程度。与民营上市公司不同,国有上市公司高管股权激励水平较低,对提升其国际化程度作用有限,国有上市公司主要依赖提高薪酬激励促使高管推进国际化战略,而且总体而言,目前中国国有上市公司薪酬激励并未对高管造成显著的过度激励。

基于此我们提出以下建议:(1)民营上市公司有必要注意到高管股权激励超过一定范围后可能引致的过度激励对实施国际化战略的不利影响,不宜过于依赖股权激励,而应适当加强对高管的薪酬激励;(2)民营上市公司在实施股权激励过程中需要避免平均主义,重点加大对作为高层管理团队核心的董事长和总经理的股权激励,使其积极推进国际化战略;(3)国有上市公司在适当加强高管薪酬激励的同时,有必要积极运用股权激励,使高管在一定程度上享有企业的剩余索取权,分享国际化战略带来的长期收益。

注释:

⑧在经济学中就是“向后弯折的劳动供给曲线”,即工资上升到一定程度后,工资带来的收入效应开始超过替代效应,此时工资继续上升而劳动供给却下降。

- ②国际化毕竟是高风险的战略举动(Tihanyi 等,2000),薪酬激励越高,高管采用国际化战略失败后所承担的成本越高。如果高管因为国际化战略失败而失去现职,在谋求到新的职位时,薪酬可能会有所降低。
- ③在股权高度集中的情况下,公司治理主要是控股股东与中小股东之间的“第二类代理问题”(La Porta 等,1999)。这意味着原来主要受“第一类代理问题”影响的管理层激励与公司业绩的关系在中国市场上可能更多地打上了“第二类代理问题”的烙印。
- ④由于上市公司及高管团队的规模差异,用报酬总额度量高管薪酬激励可能不如采用平均薪酬有效,在随后的实证分析中将主要考察领薪高级管理人员平均薪酬的回归结果是否支持研究假设 1。
- ⑤民营上市公司高层管理人员最优持股比例约为 6.655%—7.279%,董事会最优持股比例约为 6.125%—6.933%。持股比例过高可能使得堑壕效应和隧道效应逐渐占据主导,进而导致对高管的过度激励。
- ⑥描述性统计显示,平均而言民营上市公司的财务杠杆低于其他类型上市公司。实际上,与国有企业相比,民营企业债务融资一般更困难,往往无法有效利用财务杠杆效应,其日常运营和战略发展主要依靠自有资金。对此,政府有关部门可能有必要出台更有效的扶持政策帮助民营企业获取必要债务融资,在保障财务安全的前提下,为民营企业实施和推进国际化战略提供充足的资金支持。
- ⑦与民营上市公司在实施股权激励过程中有平均主义倾向不同,国有上市公司似乎更重视对处于高层管理团队核心位置的董事长的股权激励。
- ⑧中国政府采用“抓大放小”策略,重点支持重要的大型国有企业,这使得较小型的一般国有企业所获国家支持日趋减弱,生存环境有逐渐恶化的趋势。

参考文献:

- [1]陈冬华,陈信元,万华林.国有企业中的薪酬管制与在职消费[J].经济研究,2005,(2): 92—101.
- [2]张鸣,陈震.高管报酬隐性激励的实证研究[J].财经研究,2006,(3): 56—63.
- [3]Baysinger B D, Kosnik R D, Turk T A. Effects of board and ownership structure on corporate R&D strategy [J]. Academy of Management Journal, 1991, 34(1): 205—214.
- [4]Beckman C M, Burton M D. Founding the future: Path dependence in the evolution of top management teams from founding to IPO [J]. Organization Science, 2008, 19(1): 3—24.
- [5]Carpenter M A, Sanders W M G. Top management team compensation: The missing link between CEO pay and firm performance? [J]. Strategic Management Journal, 2002, 23(4): 367—375.
- [6]Hitt M A, Hoskisson R E, Kim H. International diversification: Effects on innovation and firm performance in product-diversified firms [J]. Academy of Management Journal, 1997, 40(4): 767—798.
- [7]Hitt M A, Tihanyi L, Miller T, et al. International diversification: Antecedents, outcomes, and moderators [J]. Journal of Management, 2006, 32(6): 831—867.
- [8]Hymer S H. The international operations of national firms: A study of direct foreign a

- investment[M].Cambridge,MA: MIT Press,1976.
- [9]Jensen M C,Meckling W H.Theory of the firm: Managerial behavior,agency costs,and ownership structure [J].Journal of Financial Economics,1976,3: 305—360.
- [10]La Porta R,Lopez-de-Silanes F,Shleifer A.Corporate ownership around the world [J].Journal of Finance,1999,54: 471—517.
- [11]McKiernan P.Strategies of growth: Maturity, recovery and internationalization [M].London: Routhledge,1992.
- [12]Sambharya R B.Foreign experience of top management teams and international diversification strategies of U.S.multinational corporations[J].Strategic Management Journal,1996,17(9): 739—746.
- [13]Sanders W M G,Carpenter M A.Internationalization and firm governance: The roles of CEO compensation,top team composition,and board structure[J].Academy of Management Journal,1998,41(2): 158—178.
- [14]Sullivan D.Measuring the degree of internationalization of a firm[J].Journal of International Business Studies,1994,25: 325—342.
- [15]Tihanyi L,Ellstrand A E,Daily C M, et al.Composition of the top management team and firm international diversification[J].Journal of Management,2000,26(6): 1157—1177.

Excessive Top-management Incentives, Ownership Property and Corporate Internationalization Strategy

ZUO Jing-jing¹, TANG Yue-jun²

(1.*Business School, University of Shanghai for Science and Technology, Shanghai 200093, China*; 2.*School of Management, Fudan University, Shanghai 200433, China*)

Abstract: Using the data of listed companies in manufacturing, the paper discusses the impacts of compensation incentive and equity incentive for top management on the degree of internationalization of a firm. It not only finds that, owing to excessive incentives caused by marginal diminishing effect, the relationship between equity incentive for top management and the degree of internationalization of a firm is featured by inverted U shape, but also shows that the impacts of compensation incentive and equity incentive for top management on the degree of internationalization of a firm in state-owned firms and private ones differ widely.

Key words: internationalization strategy; marginal diminishing effect; excessive incentive; implicit incentive; ownership property

(责任编辑 金 澜)