

外籍高管驱动高管薪酬增长了吗

——来自契约参照点的经验证据

罗 昆¹ 杨 蓉²

(1. 安徽师范大学 经济管理学院, 安徽 芜湖 241002; 2. 华东师范大学 经济与管理学部, 上海 200241)

摘 要: 立足于中国的制度环境, 以 2008—2014 年 A 股上市公司的数据为样本, 基于经理人市场理论和契约参照点理论, 探究外籍高管、契约参照点与高管薪酬契约三者之间的关系。结论显示: 公司拥有的外籍高管人数越多, 越容易驱动高管薪酬的增长; 拥有外籍高管的公司更倾向于借助契约参照点驱动高管薪酬的增长, 其背后的作用机理是外籍高管所在国家(地区)的公司治理水平越高以及来自于欧美发达国家的外籍高管越多, 其所在上市公司借助契约参照点驱动高管薪酬增长的倾向性越强。进一步研究发现, 外籍高管的引入对于提升中国上市公司的长期业绩具有一定的促进作用, 同时其也会驱动中国籍高管的薪酬水平。

关键词: 外籍高管; 契约参照点; 高管薪酬增长; 经理人市场理论; 契约参照点理论

中图分类号: F270 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-6260(2018)08-0094-17

DOI: 10.19337/j.cnki.34-1093/f.2018.08.009

一、引言

近年来, 随着中国企业“走出去”战略的不断推进, 越来越多的公司开始引进外籍高管加入高管团队, 外籍高管通常具有较强的专业优势和丰富的海外经验。一方面, 引进外籍高管能够带来先进的管理经验, 促成公司的海外活动(如并购和筹集资本等); 另一方面, 相对于中国籍高管而言, 外籍高管没有复杂的人际关系, 与当地的社会关联较少, 因而有更强的动机去追求盈利(Giannetti et al., 2015)。与“走出去”战略相呼应的“引进来”政策也予近期颁布, 2016 年 3 月 21 日, 中共中央印发的《关于深化人才发展体制改革的意见》明确指出: “构建具有国际竞争力的引才用才机制, 完善海外人才引进方式; 优化企业家成长环境, 合理提高国有企业经营管理人才市场化选聘比例, 畅通各类人才流动渠道。”与以往的限薪政策不同, 此次的外籍高管引入政策更加强调市场化、专业化、流动性、引用并举等。外籍高管的引入为中国国有企业高管薪酬制度改革以及高管薪酬契约制定带来了新的挑战与思考。

经理人市场理论认为, 高管薪酬增长的主要原因在于高管在经理人市场上的流动能力得以增强(Murphy et al., 2004, 2007), 是高管才能的体现。在此基础上, Gabiax et al.(2008) 利用市场均衡模型发现, 高管薪酬增长在同行业内存在传导效应(Contagion Effect)。Bereskin et al.(2013) 从实证角度支持了

收稿日期: 2017-08-01

作者简介: 罗 昆(1982—), 男, 安徽固镇人, 博士, 安徽师范大学经济管理学院讲师。

杨 蓉(1968—), 女, 上海人, 华东师范大学经济与管理学部教授, 博士生导师。

基金项目: 国家自然科学基金面上项目“大学治理、财务管理与价值增值的关系研究”(71573090); 教育部人文社会科学研究一般项目“公平偏好、参照点效应与国企高管薪酬研究”(15YJC630087); 安徽省人文社科研究项目重点课题“外部治理、参照点效应与高管薪酬研究——来自行为经济学的经验证据”(SK2015A300)。

这一观点。事实上,这一现象缘于公司在制定高管薪酬时所用的标杆法(Benchmarking),即薪酬委员会参照同业公司的高管薪酬水平来设计本公司的高管薪酬契约(Bizjak et al. 2008),也就是说,高管薪酬契约的制定存在参照点效应,印证了契约参照点理论的观点。然而,已有研究局限于在本国国籍视域下探讨高管薪酬契约的制定问题,忽视了外籍高管引入对高管薪酬契约的影响。尽管少数研究(费盛康等 2010)关注了外籍高管对中国上市公司的监督作用,但并未涉及对高管薪酬契约的影响。当公司引入外籍高管后,如何调整它的高管薪酬契约?外籍高管的引入是否会提升公司高管的薪酬水平?高管薪酬契约是否仍存在参照点效应,其高管薪酬契约调整背后有着何种作用机理?对于这些问题,以往的研究均没有给予很好的论证与阐释。

有鉴于此,本文以 2008—2014 年中国 A 股上市公司的数据为样本,立足于中国的制度环境,基于经理人市场理论和契约参照点理论,以公司引入外籍高管为切入点,探究外籍高管、契约参照点与高管薪酬契约三者之间的关系。本文可能的贡献在于:(1)深化和丰富了高管薪酬契约的研究。以往对高管薪酬契约的研究多局限于中国国籍视域,较少关注外籍高管对高管薪酬契约的影响。本文突破了这一研究局限,以公司引入外籍高管为切入点,基于契约参照点理论,探究外籍高管对高管薪酬契约的影响,将原有的研究视野拓展到外籍高管领域,实证检验发现,公司拥有外籍高管越多,高管薪酬水平提升的可能性越大,该结论进一步深化和丰富了高管薪酬契约的研究。(2)拓展了契约参照点的衡量办法。以往对契约参照点的研究主要以外部参照点为主(比如同行业薪酬基准),较少考虑国际参照点和同业参照点的共同作用,本文拓展了契约参照点变量的衡量办法,为进一步研究外籍高管薪酬契约的制定提供了借鉴与参考。(3)丰富了外籍高管的相关研究。以往对外籍高管的研究主要关注其所带来的治理作用,忽视了高管薪酬契约调整背后的作用机理。本文不仅探究了外籍高管对高管薪酬契约的影响,而且验证了其调整背后的作用机理,因而有助于进一步强化对外籍高管的认识与理解,拓宽了外籍高管研究的范畴及视野。

二、文献综述与假设提出

(一) 相关文献回顾

植根于代理理论,以往有关高管薪酬激励的研究主要基于最优契约理论的委托代理分析范式展开,将薪酬水平的高低与企业业绩挂钩,强调薪酬与业绩之间的敏感性(Jensen et al. 1990)。反观现实,高管薪酬的设计并不完全与业绩变化保持一致。管理者权力理论基于董事公平缔约假设对最优契约理论的分析范式进行了修正,强调高管会利用其手中的权力来影响董事会对高管薪酬契约的设计,甚至出现自定薪酬行为(Bebchuk et al. 2002)。然而,管理者权力理论却难以解释为何外部聘请的高管薪酬要普遍高于内部高管薪酬等现实问题。经理人市场理论基于拓展竞争市场假设对最优契约理论的委托代理分析范式进行了修正,并在一定程度上弥补了管理者权力理论的不足,解释了为何不同来源高管薪酬的差异问题(Murphy et al. 2004; Gabaix et al. 2008)。

上述理论从不同的假设方面拓展和修正了最优契约理论的委托代理分析范式,存在着共同的特征,即更加关注如何对高管进行有效激励,强调以激励因素为主,但是忽略了契约设计中的参照点因素,特别是在高管薪酬契约设计中有关参照点因素及其对高管主观心理感知与行动选择的影响(Ezzamel et al. 1998; Devers et al. 2007; 李维安等 2010; 徐细雄等 2014)。长期以来,由于受“不患寡而患不均”思想的影响,如何在激励的同时兼顾公平是薪酬契约设计必须正视和解决的问题。参照点的选择与设定将会影响高管对公平性问题的心理感知,因而对参照点因素进行深入探究具有重要的理论及现实意义。

近年来兴起的契约参照点理论将参照点因素纳入契约理论,把契约视为参照点,缔约方会将自己的利益与参照点进行比较,以判断自身利益的得与失(Hart et al. 2008; Fehr et al. 2009, 2011)。少数学者把契约参照点理论应用于高管薪酬契约的研究,Bizjak et al.(2008)指出,高管薪酬契约设计中存在参照

点效应,公司在设计高管薪酬契约时,倾向于选择那些高于本公司现有薪酬标准的公司作为参照对象,进而会提升整个行业的参照点平均基准。Brookman et al.(2013)认为,高管才能是高管薪酬契约设计中最重要影响因素,其次是参照点因素。而罗昆等(2015)基于中国A股上市公司数据进行的实证研究发现,同业参照是影响高管薪酬契约设计最重要的因素,其次是才能因素,最后是运气因素。徐细雄等(2014)的研究表明,高管薪酬契约设计中的参照点因素会对高管行为产生重要影响,当高管薪酬低于行业或高管薪酬参照基准时,将引发高管的主动离职和超额在职消费行为。由此可见,参照点因素对于高管薪酬契约设计具有重要影响,并且会进一步作用于高管对公平心理的感知及行为。

那么如何选择合适的参照点呢?已有研究重点关注了外部参照点(Bizjak et al., 2008; 江伟, 2010, 2011)。刘绪光(2010)对契约参照点进行了系统的研究,其建立了一个契约参照点三维分析框架,将契约参照点划分为外部参照点、内部参照点和时间参照点三个部分,并认为外部参照点主要受地区、行业、规模及所有制因素的影响。然而,公司引入外籍高管后如何利用契约参照点来调整高管薪酬契约却无从借鉴。因为外籍高管具有外国国籍的特征,难以直接套用国内高管薪酬契约参照点的选择标准。李维安等(2010)创新地选取公司发行H股或B股或者外资为控股股东作为国际参照点来衡量契约参照点变量,但其仅作为虚拟变量加以衡量,同时也未考虑同行业的参照因素。当然,已有研究仍然为本文衡量契约参照点指标提供了重要的借鉴与参考。

(二) 研究假设

1. 外籍高管与高管薪酬增长

与本土高管相比,外籍高管在提升公司业绩方面具有天然优势,主要表现在:一是引入外籍高管可以带来先进的管理经验(Bloom et al., 2007);二是外籍高管具有较强的专业优势和丰富的海外经验,有助于促成公司的海外活动,如并购和筹集资本等;三是外籍高管和当地社会关联较少,能避开人情方面的干扰,他(她)们有更强烈的动机去追求盈利而非取悦当地政府官员或其他选民(Mariassunta et al., 2015)。葛玉辉等(2011)的研究发现,如果公司高管团队中拥有多样化国籍的高管,则有助于更好地对公司所处的市场环境进行评估,特别是在拥有那些国际业务完成度高的外籍高管时,公司更可能会制定出具有创新性的市场进入模式。费胜康等(2010)利用中国上市公司数据进行的实证研究表明,外籍高管在减少企业股权冻结事件、降低大股东占款比例、提高企业的审计质量等方面发挥了一定的监督作用。

既然外籍高管具备如此多的优势,能够为公司带来更多的收益,那么外籍高管的引入是否需要付出更高的成本呢?答案是肯定的,因为外籍高管存在本土高管难以拥有的天然优势,其在公司治理等方面发挥着重要的监督作用。此外,外籍高管的引入,可以减少公司获取国外先进技术、管理理念的时间和机会成本。特别是对于那些在海外有并购计划的公司,引入外籍高管不仅有助于降低海外并购的风险,还可以充分利用外籍高管的社会资本,提升海外并购的成功概率。外籍高管所具备的人力资本和社会资本优势有助于提高其在经理人市场上的竞争力,进而获取更高的薪酬。由于外籍高管获得的薪酬一般高于本土高管,因此,公司聘请的外籍高管人员越多,其整体的高管薪酬也就越高。基于以上分析,本文提出:

假设1: 公司拥有的外籍高管人数越多,越容易驱动高管薪酬的增长。

2. 契约参照点与高管薪酬增长

针对高管薪酬契约是否存在参照点效应,以往学者展开了多角度的探讨。已有研究表明,高管薪酬契约存在参照点效应,并且是一个值得深入考究的问题。Murphy et al.(2004, 2007)的研究指出,高管薪酬增长的主要原因在于高管在经理人市场上的流动能力得以增强,是高管才能的体现,并由此提出了经理人市场理论。在此基础上,Gabias et al.(2008)发现,高管薪酬在企业间具有参照点效应,进而会拉升整个行业的参照点薪酬水平。Bereskin et al.(2013)的实证分析也支持了这一观点。Faulkender et al.(2010, 2013)基于管理者权力理论对该问题做了进一步阐释,研究表明,公司倾向于选择那些高薪参照标杆来制定薪酬契约,从而促进了高管薪酬增长。

中国资本市场的高管薪酬契约是否也存在参照点效应呢? Yang et al.(2009)、江伟(2011)的实证研究均证实,中国资本市场同样存在高管薪酬契约参照点效应。李维安(2010)的研究显示,国际同行的高管薪酬基准对中国公司的高管薪酬决策具有契约参照点效应。杨青等(2018)的研究表明,高管薪酬与同业参照水平之间存在正相关关系。罗昆等(2015)运用中国上市公司2008—2013年的数据进行实证分析发现,同业参照水平越高,高管薪酬增长越快。由于同业参照属于契约参照点的范畴,因此,基于以上分析,本文提出:

假设2: 契约参照点水平与高管薪酬增长正相关。

3. 外籍高管、契约参照点与高管薪酬增长

契约参照点理论认为,现实中的契约是不完全的,其仅为缔约方提供了一种自我利益得失判断的参照点(Hart et al. 2008; Fehr et al. 2009, 2011)。具体至高管薪酬契约领域,公司在制定高管薪酬契约时会根据契约参照点水平来评估自身薪酬状况,进而调整薪酬契约。引入外籍高管,看重的是能代表其才能的人力资本。然而,外籍高管的加入在给高管团队带来新的生机与活力的同时,也给公司高管薪酬契约的制定带来了难题。那么,如何制定外籍高管的薪酬契约,使得既能发挥激励外籍高管人员的作用,又能稳定高管团队呢?契约参照点公司往往会参照国际同行业的高管薪酬标准,进而提供具有竞争力的薪酬标准。为了吸引优秀的外籍高管加入,公司往往会将薪酬水平制定在国际同行业薪酬标准之上。公司拥有的外籍高管越多,国籍来源越多元化,薪酬契约的制定也会越多样化,但整体而言,公司倾向于采用国际同行业的契约参照点来制定高管薪酬契约,并最终驱动高管薪酬的增长。因此,本文提出:

假设3: 拥有外籍高管人数越多的公司,越倾向于采用契约参照点驱动高管薪酬增长。

为了提升公司的治理水平或发挥外籍高管的监督作用,新兴市场国家的公司会优先选择那些来源国(地区)公司治理水平高的外籍高管,因为来源国(地区)公司治理水平越高,意味着外籍高管的能力可能会越强,其越有可能在后期带动公司治理水平的进一步提升。Giannetti et al.(2015)以中国上市公司为例,探究了具有海外经历的公司董事对公司治理水平的影响。结果发现,董事获取海外经历所在国家的公司治理水平越高,其当前所在公司的治理水平越高。而公司治理水平越高,其在制定高管薪酬契约时,越容易受这些国家的公司高管薪酬基准的影响。通常情况下,管理者会选取薪酬较高的公司作为比较基准,从而有助于提高自身的薪酬水平(Faulkender et al. 2013)。因此,外籍高管来源国(地区)公司治理水平越高,其所对应的契约参照点水平也越高,该外籍高管所在公司采用契约参照点驱动高管薪酬增长的可能性越大。基于以上分析,本文提出:

假设3a: 外籍高管所在国家(地区)的公司治理水平越高,该外籍高管所在公司越倾向于采用契约参照点驱动高管薪酬增长。

引入欧美发达国家的外籍高管参与公司管理团队,是大多中国上市公司的通行做法。原因在于,较之其他国家,欧美发达国家拥有诸多优势:一是资源优势。欧美发达国家的市场经济繁荣,产品竞争较为激烈,新兴市场国家的公司一般很难在欧美发达国家占有足够高的市场份额。来自欧美发达国家的外籍高管在募集海外资金、拓展海外市场、破除贸易壁垒等方面具有本土资源优势(Hall et al. 1999; Jones et al. 2010)。二是先进的技术和管理水平优势。欧美发达国家的公司在技术和管理上大多处于世界领先水平,新兴市场发展中国家的上市公司若想学习这些先进之处,实现赶超,引进来自欧美发达国家的外籍高管自然成为一条重要途径。然而,欧美发达国家这些优势的背后往往伴随着超高薪所带来的高成本。要想成功引入欧美发达国家的外籍高管,制定科学有效的外籍高管薪酬契约是关键。中国上市公司通常会参照外籍高管所在国家(地区)同行业薪酬标准,以提供比外籍高管来源国(地区)更为丰厚的薪酬待遇,其直接影响是驱动了上市公司高管薪酬的增长。基于以上分析,本文提出:

假设3b: 来自于欧美发达国家的外籍高管越多,其所在公司采用契约参照点驱动高管薪酬增长的可能性越大。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

考虑到中国新的企业会计准则从 2007 年开始实施,故本文的起始年份为 2007 年,因指标计算涉及差分,实际样本中的年份为 2008—2014 年。在样本筛选过程中,本文进行了以下几个方面的处理:(1) 剔除金融类行业的样本;(2) 剔除*ST、ST、PT 的公司样本;(3) 剔除相关变量数据缺失的样本;(4) 对所有连续变量的上下 1% 分位进行了 Winsorize 处理。最终得到 12146 个样本观测值,其中外籍高管样本有 1790 个。本文所使用的样本数据均来自国泰安(CSMAR)数据库,外籍高管变量的相关数据通过手工整理上市公司高管简历披露的内容获取,并通过翻阅上市公司年报进行了查阅与核对,最终控制人性质来自年报手工查询与整理。

(二) 变量说明

1. 契约参照点(PPE)

参考李维安等(2010)、Brookman et al.(2013)的研究,本文采用连续变量指标和虚拟变量指标两种方法来衡量契约参照点(PPE)变量,以公司发行 H 股或 B 股或外资为控股股东作为参照对象,取上一年度同行业参照对象高管薪酬的中值与上一年度公司高管薪酬的差额作为契约参照点的连续变量指标(PPE1);如果上一年度公司高管薪酬低于其参照对象同行业高管薪酬的中值则取值为 1,否则为 0,该变量为契约参照点的虚拟变量(PPE2)。

2. 外籍高管(WJ)

参照费盛康等(2010)、杜兴强等(2017)的做法,本文选取是否有外籍高管、外籍高管的人数以及外籍高管人数占高管总人数的比重这三个指标来衡量外籍高管(WJ)变量。考虑到港澳台地区在制度环境、经济发展水平等方面与中国大陆有所不同,本文将来自中国台湾、中国香港和中国澳门的高管也纳入外籍高管的研究范畴。借鉴费盛康等(2010)对高管概念的界定,本文所谓的“高管”,主要指管理层成员,包括董事长、总裁、总经理、董事、执行董事、独立董事、监事、财务总监等。

3. 来源国(地区)公司治理水平(CG)

本文用三个指标衡量来源国(地区)公司治理水平(CG),即公司外部治理(FL)、公司内部治理(MP)和公司治理综合指标(CGZ)。其中,公司外部治理变量(FL)数据来源于世界银行发布的《全球治理》(2008—2014 年)数据中的“法律环境”指标,如果外籍高管来源国(地区)法律制度指标值高于所有来源国(地区)法律制度指标的中位值,则界定为高水平的公司外部治理国家(地区),并取值为 1,否则为 0;公司内部治理变量(MP)数据来源于 Bloom et al.(2012),如果外籍高管来源于三个管理水平高的国家之一(美国、德国和日本),则取值为 1,否则为 0;对于公司治理综合指标(CGZ),如果 $FL + MP \geq 1$,则取值为 1,否则为 0。

4. 来源国(地区)区域分布(GT)

本文选取外籍高管的来源国(地区)是否为欧美国家以衡量来源国(地区)区域分布(GT)变量。如果外籍高管来源于欧美国家,则取值为 1,否则为 0。其中,欧美国家包括美国、加拿大、德国、英国、法国、意大利、葡萄牙、西班牙、希腊、比利时、荷兰、丹麦、奥地利、斯洛伐克等,其余为非欧美国家。

此外,参照辛清泉等(2007)的做法,区域变量中的沿海地区包括北京、天津、河北、辽宁、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东、广西和海南,其他地区为中西部地区。如果公司的注册地位于沿海地区则取值为 1,处于中西部地区则取值为 0。

各变量说明如表 1 所示。

表1 变量定义

	变量描述	变量符号	计算方法
被解释变量	高管薪酬增长	Dcomp	本年高管薪酬减去上一年高管薪酬,其中高管薪酬取前三名高管薪酬总额均值的自然对数
	契约参照点(PPE)	PPE1	以公司发行H股或B股或者外资为控股股东作为参照对象,取上一年度同行业参照对象高管薪酬的中值与上一年度公司高管薪酬的差额
		PPE2	以公司发行H股或B股或者外资为控股股东作为参照对象,如果上一年度公司高管薪酬低于其参照对象同行业高管薪酬的中值则取值为1,否则为0
解释变量	外籍高管(WJ)	WJ1	公司有外籍高管取1,否则为0(Heckman检验部分使用)
		WJ2	外籍高管的人数(普通OLS检验部分使用)
		WJ3	外籍高管人数占高管总人数的比重(稳健性检验部分使用)
	来源国(地区)公司治理水平(CG)	FL	外籍高管来源国(地区)的公司外部治理变量。外籍高管来源于高水平的法律制度国家(地区)取值为1,否则为0
		MP	外籍高管来源国(地区)的公司内部治理变量。外籍高管来源于三个管理水平高的国家之一(美国、德国和日本),则取值为1,否则为0
		CGZ	外籍高管来源国(地区)的公司治理综合指标。如果FL+MP≥1,则取值为1,否则为0
	来源国(地区)区域分布	GT	外籍高管来源于欧美国家取值为1,否则为0
控制变量	产权性质	State	最终控制人为国有企业取值为1,否则为0
	区域	Reg	上市公司注册地处于沿海地区取值为1,中西部地区取值为0
	董事会规模	Bsize	董事会人数的自然对数
	独立董事比例	Indep	独立董事占董事会总人数的比重
	公司业绩变化	Droa	本年公司资产收益率减去上一年公司资产收益率
	公司规模变化	Dsize	本年期末总资产的自然对数减去上一年期末总资产的自然对数
	成长性变化	Dgrow	本年营业收入增长率减去上一年营业收入增长率
	财务杠杆变化	Dlev	本年资产负债率减去上一年资产负债率
	股权集中度变化	Dtop1	本年第一大股东持股比例减去上一年第一大股东持股比例
	年度	Year	年度虚拟变量
	行业	Ind	行业虚拟变量

(三) 模型设定

为了对假设1至假设3进行实证检验,本文构建的基本模型如下:

$$Dcomp = \alpha_0 + \alpha_1 WJ + \alpha_2 Indep + \alpha_3 Bsize + \alpha_4 State + \alpha_5 Reg + \alpha_6 DRoa + \alpha_7 DSize + \alpha_8 DGrow + \alpha_9 DLev + \alpha_{10} Dtop1 + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon \quad (1)$$

$$Dcomp = \alpha_0 + \alpha_1 PPE + \alpha_2 WJ + \alpha_3 PPE * WJ + \alpha_4 Indep + \alpha_5 Bsize + \alpha_6 State + \alpha_7 Reg + \alpha_8 DRoa + \alpha_9 DSize + \alpha_{10} DGrow + \alpha_{11} DLev + \alpha_{12} Dtop1 + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon \quad (2)$$

$$Dcomp = \alpha_0 + \alpha_1 PPE + \alpha_2 Indep + \alpha_3 Bsize + \alpha_4 State + \alpha_5 Reg + \alpha_6 DRoa + \alpha_7 DSize + \alpha_8 DGrow + \alpha_9 DLev + \alpha_{10} Dtop1 + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon \quad (3)$$

为了进一步检验外籍高管对高管薪酬的影响是否存在来源国(地区)公司治理水平和区域分布方面的差异,在模型(3)的基础上本文引入来源国(地区)公司治理水平和区域分布两个虚拟变量,通过分组检验其差异性,以验证假设3a和假设3b。

四、实证分析与考察

(一) 描述性统计

表2列出了总体样本各变量的描述性统计。从中可见,无论是中值还是均值,本年度高管薪酬与上一年度高管薪酬的差额都大于0,说明高管薪酬整体上获得了增长。上一年度同行业参照对象高管薪酬的中值与上一年度公司高管薪酬的差额(PPE1)的均值为0.111,PPE2的均值为0.095,说明上一年度有9.5%的公司高管薪酬低于其参照对象同行业高管薪酬的中值。外籍高管变量的均值为0.147,最大值为11,说明公司拥有外籍高管数量最多的为11人。其他控制变量的统计情况详见表2。

表2 描述性统计结果

变量	样本量	均值	1/4 分位	中值	3/4 分位	标准误	最小值	最大值
Dcomp	12146	0.101	-0.025	0.061	0.217	0.244	-0.349	0.688
PPE1	12146	0.111	0	0	0	0.402	-1.569	4.217
PPE2	12146	0.095	0	0	0	0.294	0	1
WJ2	12146	0.147	0	0	0	0.674	0	11
Indep	12146	0.369	0.333	0.333	0.400	0.055	0.091	0.714
Bsize	12146	2.173	2.079	2.197	2.197	0.201	1.386	2.890
Dsize	12146	0.126	0.014	0.098	0.205	0.170	-0.150	0.569
Dlev	12146	0.009	-0.027	0.009	0.048	0.068	-0.149	0.148
Dgrow	12146	-0.026	-0.224	-0.030	0.163	0.386	-0.874	0.820
Droa	12146	-0.005	-0.020	-0.002	0.011	0.039	-0.102	0.080
Dtop1	12146	-0.006	0	0	0	0.017	-0.060	0.012

表3 报告了相关系数的分析结果。从中可见,契约参照点的连续变量与高管薪酬增长之间显著正相关,契约参照点的虚拟变量以及外籍高管变量与高管薪酬增长之间均呈正相关关系,但不显著。从控制变量来看,公司的规模越大、业绩和成长性越好,其高管薪酬水平越高,董事会规模、公司的负债水平和第一大股东持股比例变化则会抑制高管薪酬的增长。

表3 相关系数

	Dcomp	PPE1	PPE2	WJ2	Indep	Bsize	Dsize	Dlev	Dgrow	Droa	Dtop1
Dcomp	1										
PPE1	0.040***	1									
PPE2	0.009	0.882***	1								
WJ2	0.014	0.117***	0.170***	1							
Indep	-0.001	0.034***	0.023**	-0.0100	1						
Bsize	-0.018*	0.003	0.044***	0.032***	-0.408***	1					
Dsize	0.131***	-0.058***	-0.044***	0.016*	-0.005	0.032***	1				
Dlev	-0.016*	-0.020**	-0.022**	0.021**	0.014	-0.001	0.216***	1			
Dgrow	0.059***	0.016*	0.011	0.003	-0.005	-0.008	0.202***	0.056***	1		
Droa	0.120***	0.018**	0.012	-0.002	-0.016*	-0.002	0.123***	-0.256***	0.297***	1	
Dtop1	-0.026***	0.006	0.023**	-0.004	-0.005	0.049***	-0.165***	0.152***	-0.027***	0.008	1

注:***、**、* 分别表示 0.01、0.05 和 0.1 的显著性水平。

(二) 实证分析

1. 普通 OLS 回归结果

为验证假设 1 至假设 3,本文分别检验了契约参照点、外籍高管以及两者共同作用对高管薪酬增长的影响。表 4 报告了契约参照点与外籍高管对高管薪酬增长影响的实证检验结果。在表 4 的模型(1)中,外籍高管(WJ2)与高管薪酬增长(Dcomp)在 5% 的统计水平上显著正相关,这表明公司拥有的外籍高管人数越多,越容易驱动高管薪酬的增长。这一检验结果验证了本文的假设 1。在模型(2)和模型(3)中,契约参照点的连续变量与高管薪酬增长之间在 1% 的统计水平上呈显著的正相关关系,契约参照点的虚拟变量与高管薪酬增长之间在 5% 的统计水平上显著正相关,这说明契约参照点水平驱动了高管薪酬水平的进一步提升,即高管薪酬契约存在参照点效应。因此,本文的假设 2 得以验证。

在表 4 的模型(4)和模型(5)中,契约参照点的连续变量(PPE1)与外籍高管(WJ2)所形成的交互项(PPE1*WJ2)与高管薪酬增长(Dcomp)在 5% 的统计水平上显著正相关,契约参照点的虚拟变量(PPE2)与外籍高管(WJ2)所形成的交互项(PPE2*WJ2)与高管薪酬增长(Dcomp)在 5% 的统计水平上显著正相关,这表明当公司拥有的外籍高管人数越多,越倾向于采用契约参照点驱动高管薪酬增长,也就是说,外籍高管的涌入驱动了整体高管薪酬的增长。由此,本文的假设 3 得以验证。

从控制变量的回归结果来看,董事会规模变化(Bsize) 与高管薪酬增长(Dcomp) 在 1% 的统计水平上显著负相关,这说明董事会规模对高管薪酬的增长具有一定抑制作用。公司规模变化(Dsize)、公司业绩变化(Droa) 与高管薪酬增长(Dcomp) 在 1% 的统计水平上显著正相关,说明规模越大、业绩越好的公司越倾向于提升高管薪酬水平。

表 4 对假设 1 至假设 3 的实证检验结果

	被解释变量: Dcomp				
	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)
常数项	0. 212*** (5. 06)	0. 215*** (5. 13)	0. 214*** (5. 10)	0. 216*** (5. 16)	0. 215*** (5. 11)
WJ2	0. 007** (2. 05)			-0. 001 (-0. 20)	-0. 002 (-0. 41)
PPE1		0. 031*** (5. 24)		0. 027*** (4. 29)	
PPE2			0. 017** (2. 25)		0. 009 (1. 16)
PPE1* WJ2				0. 011** (2. 31)	
PPE2* WJ2					0. 016** (2. 49)
Bsize	-0. 035*** (-2. 79)	-0. 034*** (-2. 72)	-0. 035*** (-2. 76)	-0. 034*** (-2. 74)	-0. 035*** (-2. 79)
Indep	-0. 026 (-0. 59)	-0. 035 (-0. 80)	-0. 030 (-0. 68)	-0. 037 (-0. 84)	-0. 029 (-0. 67)
State	-0. 013*** (-2. 63)	-0. 015*** (-2. 97)	-0. 014*** (-2. 92)	-0. 014*** (-2. 80)	-0. 014*** (-2. 71)
Reg	-0. 020*** (-4. 12)	-0. 022*** (-4. 56)	-0. 021*** (-4. 26)	-0. 022*** (-4. 57)	-0. 021*** (-4. 24)
Dsize	0. 166*** (10. 59)	0. 171*** (10. 89)	0. 168*** (10. 68)	0. 171*** (10. 87)	0. 167*** (10. 67)
Dlev	-0. 042 (-1. 08)	-0. 041 (-1. 05)	-0. 040 (-1. 03)	-0. 043 (-1. 09)	-0. 042 (-1. 07)
Dgrow	-0. 003 (-0. 41)	-0. 004 (-0. 52)	-0. 003 (-0. 45)	-0. 003 (-0. 49)	-0. 003 (-0. 41)
Droa	0. 637*** (8. 92)	0. 630*** (8. 84)	0. 636*** (8. 91)	0. 629*** (8. 82)	0. 634*** (8. 89)
Dtop1	-0. 090 (-0. 65)	-0. 080 (-0. 57)	-0. 090 (-0. 65)	-0. 078 (-0. 56)	-0. 092 (-0. 66)
Year	✓	✓	✓	✓	✓
Ind	✓	✓	✓	✓	✓
N	12146	12146	12146	12146	12146
Adj. R ²	0. 047	0. 049	0. 047	0. 050	0. 048

注: 括号内的 t 值由 Rogers 单向聚类稳健性标准误计算得出; **、*、* 分别表示 0. 01、0. 05 和 0. 1 的显著性水平。下同。

为验证假设 3a 和假设 3b,本文分别实证检验了外籍高管来源国(地区)的公司治理水平及其区域分布变量下外籍高管、契约参照点和高管薪酬增长三者之间的关系。表 5 报告了实证检验的结果。

由表 5 的模型(6) 至模型(11) 可知,契约参照点的连续变量与外籍高管的交互项对高管薪酬增长的影响呈现外籍高管来源国(地区)公司治理水平方面的差异。在高水平的外部公司治理组中,外籍高管与契约参照点的交互项对高管薪酬增长的影响在 5% 的统计水平上显著正相关;在高水平内部公司治理组和高水平综合治理组中,外籍高管与契约参照点的交互项对高管薪酬增长的影响在 10% 的统计水平上显著正相关;而在低水平的各公司治理组中并未发现其存在显著关系。这说明外籍高管所在国家(地区)的公司治理水平越高,该外籍高管所在公司越倾向采用契约参照点驱动高管薪酬增长。因此,假设 3a 得以验证。由表 5 的模型(12) 和模型(13) 可以看出,在欧美国家组,契约参照点的连续变

量与外籍高管的交互项与高管薪酬增长之间在 5% 的统计水平上呈显著的正相关关系;而在非欧美国家组,其实证结果并未显示存在显著关系。这表明与非欧美国家相比,来自欧美国家的外籍高管,其所在公司更倾向于采用契约参照点驱动高管薪酬增长。因此,假设 3b 得以验证。

表 5 对假设 3a 和假设 3b 的实证检验结果

	被解释变量: Dcomp							
	高外部治理组	低外部治理组	高内部治理组	低内部治理组	高综合治理组	低综合治理组	欧美国家组	非欧美国家组
	模型(6)	模型(7)	模型(8)	模型(9)	模型(10)	模型(11)	模型(12)	模型(13)
常数项	0.264 (1.06)	0.196 (1.04)	0.226 (0.87)	0.204 (1.06)	0.248 (1.21)	0.082 (0.36)	0.188 (0.79)	0.430 [*] (1.90)
PPE1	-0.024 (-0.83)	0.077*** (2.88)	0.026 (1.07)	0.021 (0.65)	0.021 (0.95)	0.026 (0.44)	0.012 (0.31)	0.021 (0.89)
WJ2	-0.013 (-1.56)	0.008 (1.07)	0.002 (0.23)	-0.001 (-0.18)	0.001 (0.15)	-0.005 (-0.53)	0.001 (0.09)	0.004 (0.48)
WJ2* PPE1	0.020** (2.17)	0.004 (0.53)	0.012 [*] (1.73)	0.009 (0.92)	0.011 [*] (1.89)	0.021 (1.04)	0.030** (2.09)	0.010 (1.60)
Indep	-0.184 (-0.71)	0.213 (1.13)	-0.041 (-0.17)	0.139 (0.59)	-0.113 (-0.54)	0.424 (1.49)	0.039 (0.16)	-0.052 (-0.25)
Bsize	0.032 (0.43)	-0.009 (-0.13)	0.054 (0.71)	-0.029 (-0.47)	0.020 (0.32)	-0.005 (-0.05)	-0.007 (-0.09)	0.008 (0.13)
State	-0.017 (-0.63)	-0.009 (-0.43)	-0.034 (-1.37)	0.025 (1.10)	-0.017 (-0.83)	0.011 (0.36)	0.001 (0.06)	-0.035 (-1.37)
Reg	-0.021 (-0.67)	-0.058** (-2.19)	-0.072** (-2.42)	-0.010 (-0.38)	-0.030 (-1.29)	-0.024 (-0.65)	-0.030 (-1.02)	-0.041 (-1.45)
Dsize	0.165** (1.98)	0.183** (2.25)	0.260** (2.51)	0.080 (1.10)	0.233*** (3.09)	0.026 (0.26)	0.121 (1.53)	0.210** (2.11)
Dlev	0.077 (0.34)	0.010 (0.05)	0.153 (0.60)	0.031 (0.18)	-0.054 (-0.29)	0.294 (1.31)	0.383 [*] (1.76)	-0.262 (-1.32)
Dgrow	-0.041 (-1.08)	-0.038 (-1.06)	-0.049 (-1.27)	-0.010 (-0.28)	-0.051 [*] (-1.73)	0.023 (0.44)	-0.051 (-1.43)	0.004 (0.11)
Droa	0.876** (1.99)	1.135*** (3.96)	1.187*** (2.92)	1.119*** (3.14)	0.939*** (2.87)	1.318*** (3.32)	1.288*** (3.48)	0.697** (2.04)
Dtop1	-1.032 (-1.26)	0.278 (0.36)	-0.348 (-0.39)	-0.239 (-0.33)	-0.577 (-0.83)	0.854 (0.89)	-0.129 (-0.16)	-0.457 (-0.53)
Year	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Ind	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
N	459	509	467	501	725	243	536	432
Adj. R ²	0.021	0.092	0.079	0.048	0.057	0.083	0.044	0.095

2. Heckman 两阶段检验结果

本文实证检验发现拥有外籍高管的公司更倾向使用契约参照点驱动高管薪酬增长,但是公司治理水平越高或者高管薪酬契约越完善的公司更可能引入外籍高管,即存在内生性(或自选择)问题。为避免该问题所带来的选择性偏误,我们采用 Heckman 两阶段模型对样本进行重新检验。在第一阶段,选取外籍高管(WJ1)作为被解释变量,以影响外籍高管的相关因素作为解释变量,进行 Probit 回归,构造逆米尔斯比率(Lambda)作为第二阶段的控制变量。

其中,Heckman 第一阶段的回归模型为:

$$WJ1 = \alpha_0 + \alpha_1 Policy + \alpha_2 Indep + \alpha_3 Bsize + \alpha_4 State + \alpha_5 Reg + \alpha_6 DRoa + \alpha_7 DSize + \alpha_8 DGrow + \alpha_9 DLev + \alpha_{10} Dtop1 + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon \quad (4)$$

对于模型(4)中各省引进外籍人才政策变量(Policy)的衡量,借鉴了 Mariassunta et al.(2015)的研究,通过对各省颁布引进外籍人才政策的时间以及各省外国专家局网站等的查询,整理出各省颁布引进外籍人才政策的时间,然后用上市公司的年份减去引进外籍人才政策的时间再加上 1,以得出各省引进外籍人才政策变量(Policy)。其余变量说明见前文的表 1。

表6 Heckman 两阶段回归结果

	First – stage Model	Second – stage Model
	WJ1	Dcomp
常数项	-3.788***(-11.16)	0.103** (2.35)
Policy	0.012*** (3.16)	
WJ1		0.047*** (2.61)
PPE1		0.026*** (3.90)
WJ1* PPE1		0.031* (1.90)
Bsize	0.742*** (7.25)	-0.019(-1.43)
Indep	0.688 ^e (1.91)	-0.037(-0.83)
State	-0.555***(-13.67)	-0.021***(-3.17)
Reg	0.286*** (6.86)	-0.017***(-3.35)
Dsize	0.205 ^e (1.91)	0.184*** (11.66)
Dlev	0.437 (1.62)	-0.050(-1.25)
Dgrow	-0.030(-0.61)	0.003(0.39)
Droa	-0.050(-0.10)	0.621*** (8.65)
Dtop1	0.497 (0.47)	-0.022(-0.15)
Lambda		-0.026***(-3.35)
Year	✓	✓
Ind	✓	✓
N	12080	12080
Adj. R ²	0.1004	0.035

表6中的第一阶段回归结果显示,各省引进外籍人才政策变量(Policy)与外籍高管(WJ1)在1%的统计水平上显著正相关。上市公司的董事会规模(Bsize)越大、独立董事占比(Indep)越高、地处沿海地区(Reg)、公司规模变化(Dsize)越大,越可能发生引入外籍高管事件。在第一个阶段回归结果的基础上,我们将逆米尔斯比率(Lambda)作为第二阶段的控制变量。由表6的第二阶段回归结果可知,逆米尔斯比率(Lambda)与高管薪酬增长(Dcomp)显著负相关,说明外籍高管与高管薪酬增长之间的确存在内生性(或自选择)问题。在控制样本的内生性(或自选择)后,外籍高管(WJ1)与高管薪酬增长(Dcomp)在1%的统计水平上显著正相关,即外籍高管的引入驱动了高管薪酬的增长,从而验证了本文的假设1;契约参照点(PPE1)与高管薪酬增长(Dcomp)在1%的统计水平上显著正相关,即高管薪酬契约存在参照点效应,验证了本文的假设2;外籍高管与契约参照点的交互项(WJ1*PPE1)与高管薪酬增长(Dcomp)在1%的统计水平上显著正相关,表明拥有外籍高管的公司更倾向于采用契约参照点驱动高管薪酬增长,假设3进一步得到验证。

3. 稳健性检验

为提高研究结论的可靠性,本文进行了一系列的稳健性检验:首先,将外籍高管变量的绝对值指标替换成相对值指标。借鉴费盛康等(2010)的做法,选取外籍高管人数占高管总人数的比重作为外籍高管的替代变量,然后带入模型重新回归。由表7的稳健性检验结果可以看出,研究结果与上文一致,说明结论较为稳健。其次,考虑到2008年和2009年可能受国际金融危机因素的影响,我们剔除了2008年和2009年的样本,选取2010—2014年的样本,重新对模型进行回归,检验结果见表8。表8中各变量的回归系数显示,实证结果与前述结论一致。再次,考虑到直接删除样本缺失值可能会导致一定的选择性偏误,本文采取插值的处理办法(用该变量中缺失值前后的两个数据的均值替代该缺失值),对缺失样本进行了补充验证,研究结果也没有发生实质性改变,仍支持上述研究结论。最后,借鉴黎文靖等(2014),选取董事、监事及高管前三名薪酬总额均值的自然对数衡量高管薪酬,并取其差分作为高管薪酬增长的变量,然后带入相应的模型中重新回归,结果见表9。由表9可以看出,研究结论亦未发生实质性改变。综上,说明本文的结论具有较好的稳健性。

表 7 对假设 1 至假设 3 的稳健性检验结果: 替代解释变量

	被解释变量: Dcomp				
	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)
常数项	0. 210*** (5. 01)	0. 215*** (5. 13)	0. 214*** (5. 10)	0. 215*** (5. 14)	0. 213*** (5. 08)
WJ3	0. 084* (1. 67)			-0. 046 (-0. 76)	-0. 056 (-0. 84)
PPE1		0. 031*** (5. 24)		0. 027*** (4. 39)	
PPE2			0. 017** (2. 25)		0. 010 (1. 28)
PPE1* WJ3				0. 157** (2. 37)	
PPE2* WJ3					0. 239** (2. 48)
Bsize	-0. 034*** (-2. 71)	-0. 034*** (-2. 72)	-0. 035*** (-2. 76)	-0. 034*** (-2. 72)	-0. 035*** (-2. 75)
Indep	-0. 026 (-0. 58)	-0. 035 (-0. 80)	-0. 030 (-0. 68)	-0. 037 (-0. 84)	-0. 029 (-0. 67)
State	-0. 013*** (-2. 66)	-0. 015*** (-2. 97)	-0. 014*** (-2. 92)	-0. 014*** (-2. 87)	-0. 014*** (-2. 77)
Reg	-0. 020*** (-4. 11)	-0. 022*** (-4. 56)	-0. 021*** (-4. 26)	-0. 022*** (-4. 54)	-0. 021*** (-4. 22)
Dsize	0. 166*** (10. 60)	0. 171*** (10. 89)	0. 168*** (10. 68)	0. 171*** (10. 88)	0. 168*** (10. 68)
Dlev	-0. 042 (-1. 08)	-0. 041 (-1. 05)	-0. 040 (-1. 03)	-0. 042 (-1. 08)	-0. 042 (-1. 07)
Dgrow	-0. 003 (-0. 40)	-0. 004 (-0. 52)	-0. 003 (-0. 45)	-0. 003 (-0. 49)	-0. 003 (-0. 41)
Droa	0. 636*** (8. 91)	0. 630*** (8. 84)	0. 636*** (8. 91)	0. 629*** (8. 82)	0. 634*** (8. 89)
Dtop1	-0. 089 (-0. 63)	-0. 080 (-0. 57)	-0. 090 (-0. 65)	-0. 077 (-0. 55)	-0. 091 (-0. 65)
Year	✓	✓	✓	✓	✓
Ind	✓	✓	✓	✓	✓
N	12146	12146	12146	12146	12146
Adj. R ²	0. 047	0. 049	0. 047	0. 050	0. 048

表 8 对假设 1 至假设 3 的稳健性检验结果: 缩小样本时间窗口

	被解释变量: Dcomp				
	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)
常数项	0. 268*** (5. 77)	0. 273*** (5. 89)	0. 274*** (5. 89)	0. 275*** (5. 91)	0. 273*** (5. 88)
WJ3	0. 086* (1. 67)			-0. 028 (-0. 44)	-0. 037 (-0. 51)
PPE1		0. 033*** (4. 91)		0. 029*** (4. 14)	
PPE2			0. 023*** (2. 81)		0. 017** (1. 97)
PPE1* WJ3				0. 121* (1. 84)	
PPE2* WJ3					0. 183* (1. 84)
Bsize	-0. 041*** (-2. 94)	-0. 041*** (-2. 96)	-0. 042*** (-3. 03)	-0. 041*** (-2. 97)	-0. 042*** (-3. 02)
Indep	-0. 093* (-1. 93)	-0. 103** (-2. 15)	-0. 099** (-2. 06)	-0. 106** (-2. 20)	-0. 099** (-2. 06)

(续表 8)

	被解释变量: Dcomp				
	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)
State	-0.010 [*] (-1.91)	-0.012 ^{**} (-2.20)	-0.012 ^{**} (-2.18)	-0.012 ^{**} (-2.11)	-0.011 ^{**} (-2.06)
Reg	-0.018 ^{***} (-3.29)	-0.020 ^{***} (-3.72)	-0.019 ^{***} (-3.51)	-0.020 ^{***} (-3.71)	-0.019 ^{***} (-3.48)
Dsize	0.174 ^{***} (9.91)	0.179 ^{***} (10.20)	0.176 ^{***} (10.01)	0.179 ^{***} (10.19)	0.176 ^{***} (10.02)
Dlev	0.014 (0.32)	0.016 (0.38)	0.017 (0.39)	0.015 (0.34)	0.015 (0.35)
Dgrow	-0.005 (-0.66)	-0.006 (-0.79)	-0.005 (-0.72)	-0.006 (-0.76)	-0.005 (-0.69)
Droa	0.652 ^{***} (7.96)	0.644 ^{***} (7.88)	0.649 ^{***} (7.93)	0.644 ^{***} (7.88)	0.649 ^{***} (7.93)
Dtop1	-0.072 (-0.48)	-0.068 (-0.45)	-0.078 (-0.51)	-0.063 (-0.42)	-0.075 (-0.50)
Year	✓	✓	✓	✓	✓
Ind	✓	✓	✓	✓	✓
N	9516	9516	9516	9516	9516
Adj. R ²	0.053	0.056	0.054	0.056	0.054

表 9 对假设 1 至假设 3 的稳健性检验结果: 替代被解释变量

	被解释变量: Dcomp1				
	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)
常数项	0.194 ^{***} (4.89)	0.196 ^{***} (4.95)	0.195 ^{***} (4.92)	0.197 ^{***} (4.97)	0.195 ^{***} (4.92)
WJ2	0.005 [*] (1.74)			-0.001 (-0.23)	-0.002 (-0.59)
PPE1		0.023 ^{***} (4.20)		0.020 ^{***} (3.44)	
PPE2			0.013 [*] (1.80)		0.006 (0.84)
PPE1 * WJ2				0.009 [*] (1.86)	
PPE2 * WJ2					0.014 ^{**} (2.34)
Bsize	-0.027 ^{**} (-2.31)	-0.027 ^{**} (-2.26)	-0.027 ^{**} (-2.29)	-0.027 ^{**} (-2.27)	-0.027 ^{**} (-2.30)
Indep	-0.049 (-1.18)	-0.056 (-1.35)	-0.052 (-1.25)	-0.058 (-1.38)	-0.052 (-1.24)
State	-0.013 ^{***} (-2.81)	-0.014 ^{***} (-3.07)	-0.014 ^{***} (-3.03)	-0.014 ^{***} (-2.94)	-0.013 ^{***} (-2.87)
Reg	-0.019 ^{***} (-4.13)	-0.021 ^{***} (-4.47)	-0.020 ^{***} (-4.23)	-0.021 ^{***} (-4.47)	-0.019 ^{***} (-4.21)
Dsize	0.173 ^{***} (11.60)	0.177 ^{***} (11.83)	0.174 ^{***} (11.67)	0.177 ^{***} (11.82)	0.174 ^{***} (11.67)
Dlev	-0.048 (-1.29)	-0.047 (-1.27)	-0.047 (-1.26)	-0.048 (-1.30)	-0.048 (-1.29)
Dgrow	0.002 (0.29)	0.001 (0.20)	0.002 (0.26)	0.001 (0.22)	0.002 (0.28)
Droa	0.564 ^{***} (8.41)	0.560 ^{***} (8.34)	0.564 ^{***} (8.40)	0.559 ^{***} (8.33)	0.563 ^{***} (8.38)
Dtop1	-0.045 (-0.34)	-0.038 (-0.28)	-0.046 (-0.34)	-0.036 (-0.27)	-0.047 (-0.35)
Year	✓	✓	✓	✓	✓
Ind	✓	✓	✓	✓	✓
N	12145	12145	12145	12145	12145
Adj. R ²	0.048	0.049	0.048	0.050	0.048

五、引入外籍高管有效性的进一步检验

1. 引入外籍高管对公司业绩的影响

以往有关外籍高管引入对公司业绩影响的相关文献主要集中在两个方面：一是，考察外籍高管的监督作用。相关研究发现，引入外籍高管可以发挥其监督作用，特别是在减少企业股权冻结事件、降低大股东占款比例、提高企业的审计质量等方面具有积极作用（费胜康等 2010）；二是，探讨具有海外经历的董事对公司业绩的影响。引入具有海外工作或留学经历的高管，可以提升公司的治理水平，促进公司业绩的提高（Mariassunta et al. 2015）。那么，公司在引入外籍高管后对其业绩具有怎样的影响呢？以往文献并没有给出直接的答案。

为了进一步考察引入外籍高管对公司业绩的影响，本文构建如下的模型（5）：

$$ROA = \alpha_0 + \alpha_1 Comp + \alpha_2 WJ2 + \alpha_3 Bsize + \alpha_4 Indep + \alpha_5 State + \alpha_6 Size + \alpha_7 Lev + \alpha_8 Grow + \alpha_9 top1 + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon \quad (5)$$

其中，被解释变量 ROA 分别取当期的业绩（Roa_0）、t+1 期的业绩（Roa_1）和 t+2 期的业绩（Roa_2），控制变量 Size、Lev、Grow 和 top1 分别表示当期的公司规模、资产负债率、营业收入增长率和第一大股东持股比例，其他变量与前述模型中的变量说明一致。

表 10 是引入外籍高管对公司业绩影响的实证检验结果。由模型（1）可知，高管薪酬与当期公司业绩在 1% 的统计水平上显著正相关，而外籍高管变量与当期公司业绩之间不存在显著性关系；模型（2）和模型（3）的结果显示，高管薪酬与公司 t+1 期的业绩以及 t+2 期的业绩之间均在 1% 的统计水平上显著正相关，外籍高管与公司 t+1 期的业绩以及 t+2 期的业绩之间也在 1% 的统计水平上呈显著的正相关关系。这表明，外籍高管的引入并未对公司的当期业绩产生显著影响，但对引入后的一年和两年的业绩水平提升均具有显著的正向作用。

表 10 引入外籍高管对业绩影响的实证检验结果

	Roa_0	Roa_1	Roa_2
	模型(1)	模型(2)	模型(3)
常数项	-0.090 (-0.77)	-0.315*** (-4.12)	-0.342*** (-11.10)
Comp	0.019*** (4.13)	0.024*** (8.37)	0.021*** (11.88)
WJ2	0.002 (1.27)	0.003*** (2.80)	0.004*** (3.59)
Bsize	0.006 (0.83)	0.001 (0.07)	0.004 (0.91)
Indep	0.023 (0.49)	-0.044* (-1.70)	-0.029 (-1.44)
State	-0.015*** (-4.65)	-0.018*** (-6.41)	-0.016*** (-6.77)
Size	-0.007 (-1.63)	0.001 (0.25)	0.005*** (2.83)
Lev	-0.034 (-1.33)	0.003 (0.32)	-0.037*** (-3.90)
Grow	-0.000 (-0.18)	-0.000*** (-15.13)	-0.000*** (-6.82)
Top1	0.020 (1.50)	0.032*** (3.84)	0.033*** (4.97)
Year	✓	✓	✓
Ind	✓	✓	✓
N	12146	9672	7463
Adj. R ²	0.017	0.020	0.090

2. 引入外籍高管对中国籍高管薪酬的影响

上文考察了引入外籍高管对高管团队薪酬增长情况的影响,那么外籍高管引入后是否会提升中国籍高管的薪酬水平呢?外籍高管的引入是否会给中国籍高管带来薪酬激励的增长机会呢?为此,我们将高管薪酬样本划分为两部分,一部分是外籍高管的薪酬,另一部分是中国籍高管的薪酬。通过手工整理中国籍高管薪酬的样本,我们获取了2008—2014年间中国籍高管薪酬的样本数据,并对中国籍高管薪酬水平取自然对数以衡量中国籍高管薪酬变量(China)。

为进一步考察引入外籍高管对中国籍高管薪酬的影响,本文构建了如下的模型(6):

$$\text{China} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{WJ} + \alpha_2 \text{Dual} + \alpha_3 \text{Indep} + \alpha_4 \text{Bsize} + \alpha_5 \text{State} + \alpha_6 \text{reg} + \alpha_7 \text{Dsize} + \alpha_8 \text{Dlev} + \alpha_9 \text{Dgrow} + \alpha_{10} \text{Droa} + \alpha_{11} \text{Dtop1} + \sum \text{Year} + \sum \text{Ind} + \varepsilon \quad (6)$$

表11是引入外籍高管对中国籍高管薪酬影响的实证检验结果。模型(1)是外籍高管绝对值变量(WJ2)对中国籍高管薪酬的影响,外籍高管变量与中国籍高管薪酬变量之间在1%的水平上显著正相关;由模型(2)可以看出,外籍高管的相对值变量(WJ3)与中国籍高管薪酬之间也在1%的水平上显著正相关。由此可见,无论是外籍高管绝对值变量还是相对值变量均与中国籍高管薪酬变量之间呈显著的正相关关系,说明外籍高管的引入提升了中国籍高管的薪酬水平。由表11中控制变量的检验结果可以看出,独立董事比例(Indep)、董事会规模(Bsize)、公司规模(Dsize)等与中国籍高管薪酬之间显著正相关,说明控制独立董事比例、董事会规模和公司规模等变量后,引入外籍高管会对提升中国籍高管薪酬水平起作用。此外,公司财务杠杆变化(Dlev)与中国籍高管薪酬变量之间呈显著的负相关关系,说明在控制公司财务杠杆变量后,外籍高管引入对中国籍高管薪酬水平仍具有提升作用。

表11 引入外籍高管对中国籍高管薪酬影响的实证检验结果

	被解释变量: China	
	模型(1)	模型(2)
常数项	9.659*** (40.98)	9.620*** (40.71)
WJ2	0.094*** (3.14)	
WJ3		1.047** (2.27)
Dual	-0.029 (-1.02)	-0.028 (-0.97)
Indep	1.027*** (4.33)	1.034*** (4.35)
Bsize	0.469*** (6.39)	0.489*** (6.64)
State	0.049 (1.52)	0.045 (1.39)
Reg	0.287*** (9.39)	0.288*** (9.40)
Dsize	0.756*** (13.55)	0.758*** (13.58)
Dlev	-0.592*** (-5.29)	-0.593*** (-5.28)
Dgrow	-0.118*** (-8.91)	-0.118*** (-8.88)
Droa	-0.290* (-1.81)	-0.298* (-1.85)
Dtop1	2.336*** (5.31)	2.367*** (5.36)
Year	✓	✓
Ind	✓	✓
N	10461	10461
Adj. R ²	0.199	0.196

六、结论与管理启示

(一) 研究结论

本文选取中国 A 股上市公司 2008—2014 年的数据,以公司引入外籍高管为切入点,基于经理人市场理论和契约参照点理论,实证检验了外籍高管、契约参照点与高管薪酬增长之间的关系,并分析了其在来源国(地区)公司治理水平和区域分布方面的差异。研究结果表明:(1) 外籍高管与高管薪酬增长正相关,这意味着拥有外籍高管的公司会调整原有的高管薪酬契约,外籍高管的引入驱动了高管薪酬的增长;(2) 契约参照点水平与高管薪酬增长正相关,高管薪酬契约存在参照点效应;(3) 拥有外籍高管的公司倾向于采用契约参照点驱动高管薪酬增长,背后的作用机理是外籍高管所在国家(地区)的公司治理水平越高以及来自于欧美发达国家的外籍高管越多,其所在上市公司借助契约参照点驱动高管薪酬增长的倾向性越强。进一步研究发现,外籍高管的引入对提升中国上市公司的长期业绩具有一定的促进作用,同时对提升中国籍高管的薪酬也起到了驱动作用。

(二) 管理启示

一是 强化对外籍高管的评价与考核力度。外籍高管的引入为中国新兴市场带来了新的生机与活力,对公司治理水平的提高、海外市场业务的开展、公司业绩水平的提升等都会产生重要影响。中国上市公司引入外籍高管的主要目的在于,依靠外籍高管所具备的人力资本和社会资本,显著提升公司的业绩。因此,在引入外籍高管时,中国公司往往会借助契约参照点(国际同行业参照标准)来制定高管薪酬契约,其薪酬往往在参照点水平之上。本文的实证研究结果表明,外籍高管的引入会提升公司的高管薪酬水平。事实上,外籍高管究竟能否帮助公司实现预期目标,至少需待其上任后一个会计年度才可知晓,然而在此之前外籍高管就已获得了较高的薪酬。因此,为强化薪酬与业绩之间的敏感性,有必要强化外籍高管上任后的评价与考核力度,以避免信息不对称而可能引发的损失。

二是 重视对外籍高管薪酬契约参照点的认识与管理。由于存在信息不对称等问题,公司短期内很难对外籍高管的真实能力进行准确评估,其通常会参照国际同行业薪酬基准来制定本公司外籍高管的薪酬契约,特别是那些之前低于国际同行业薪酬基准的公司,往往会将薪酬标准设置在国际同行业薪酬基准之上,以吸引优秀的外籍高管加入,进而驱动公司整体的高管薪酬水平。然而,这种薪酬标准设定是否合理,是否与外籍高管的能力相匹配,可能并没有得到深入的研判。因此,公司在拟定外籍高管薪酬契约时要格外重视对所使用的契约参照点的认识与管理,合理确定外籍高管薪酬水平,谨防对契约参照点的过度使用。

三是 加强对外籍高管薪酬信息的披露与监管。外籍高管薪酬契约制定的难点之一就在于不易获得该国同行业外籍高管薪酬的数据,以及薪酬契约制定参照选择的标准等相关数据,这与当前外籍高管薪酬披露制度的不完善密切相关。因此,有必要进一步健全中国外籍高管薪酬信息披露制度,将外籍高管薪酬的构成内容、薪酬契约制定中契约参照点的选择、外籍高管个体特征予以详细披露,逐步完善外籍高管薪酬资料。考虑到信息披露内容的真实性与完整性,建议监管部门尽快出台外籍高管薪酬强制性披露的有关政策,要求上市公司强制性披露外籍高管薪酬的相关信息,为上市公司制定更为科学合理的外籍高管薪酬契约提供借鉴和参考。

(三) 研究局限与未来展望

本文的局限及进一步研究方向主要体现在:(1) 本研究仅考虑了高管的货币薪酬部分,实际上除货币薪酬外,高管薪酬还包含股权激励,未来可以将股权激励的参照点效应作为进一步研究的方向之一。(2) 外籍高管的来源国(地区)薪酬水平具有高低差异,来自发达国家的外籍高管薪酬数据容易获取,但是来自非发达国家的外籍高管数据则较难获得。因此,未来如果能全面获取外籍高管来源国(地区)的高管薪酬数据,那么对于契约参照点变量的衡量将更为科学合理,所得结论也更具针对性。

参考文献:

- 杜兴强, 谭雪. 2017. 国际化董事会、分析师关注与现金股利分配[J]. 金融研究(8): 192 – 206.
- 费盛康, 余佩琨. 2010. 中国上市企业外籍高管的监督作用研究[J]. 南开管理评论(2): 16 – 22.
- 葛玉辉, 申舒萌. 2011. 全球化战略决策中高管团队的国际化角色: 国外市场进入模式[J]. 当代经济管理(9): 53 – 58.
- 江伟. 2010. 行业薪酬基准与管理者薪酬增长: 基于中国上市公司的实证分析[J]. 金融研究(4): 144 – 159.
- 江伟. 2011. 市场化程度、行业竞争与管理者薪酬增长[J]. 南开管理评论(5): 58 – 67.
- 李维安, 刘绪光, 陈靖涵. 2010. 经理才能、公司治理与契约参照点: 中国上市公司高管薪酬决定因素的理论及实证分析[J]. 南开管理评论(2): 4 – 15.
- 黎文靖, 岑永嗣, 胡玉明. 2014. 外部薪酬差距激励了高管吗? 基于中国上市公司经理人市场与产权性质的经验研究[J]. 南开管理评论(4): 24 – 35.
- 刘绪光. 2010. 高管薪酬契约的参照点效应研究: 基于中国上市公司的样本[D]. 天津: 南开大学.
- 罗昆, 杨蓉. 2015. 同业参照比运气和才能更重要吗: 高管薪酬影响因素的探索性研究[J]. 南方经济(12): 71 – 89.
- 王化成, 王裕, 胡静静, 等. 2015. 独立董事的海外背景与高管薪酬契约[J]. 东南大学学报(哲学社会科学版)(3): 67 – 75.
- 辛清泉, 林斌, 王彦超. 2007. 政府控制、经理薪酬与资本投资[J]. 经济研究(8): 110 – 122.
- 徐细雄, 谭瑾. 2014. 高管薪酬契约、参照点效应及其治理效果: 基于行为经济学的理论解释与经验证据[J]. 南开管理评论(4): 35 – 45.
- 杨继东. 2013. 高管薪酬影响因素研究: 理论与证据[M]. 北京: 中国人民大学出版社.
- 杨青, 陈峰, 龚懿婷. 2018. 外部冲击视角下的 CEO 薪酬研究: 个体揩油还是集体辩护[J]. 广东财经大学学报(1): 99 – 112.
- ALBUQUERQUE A, DE FRANCO G, VERDI R. 2013. Peer choice in CEO compensation [J]. Journal of Financial Economics, 108(1): 160 – 181.
- BEBCHEK L A, FRIED J M, WALKEL D I. 2002. Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation [J]. University of Chicago Law Review, 69(3): 751 – 846.
- BERESKIN F L, CICERO D C. 2013. CEO compensation contagion: evidence from an exogenous shock [J]. Journal of Financial Economics, 107(2): 477 – 493.
- BIZJAK J, LEMMON M, NAVEEN L. 2008. Does the use of peer groups contribute to higher pay and less efficient compensation [J]. Journal of Financial Economics, 90(2): 152 – 168.
- BLOOM N, GENAKOS C, SADUN R, et al. 2012. Management practices across firms and countries [J]. Academy of Management Perspectives, 26(1): 12 – 33.
- BLOOM N, VAN REENEN J. 2007. Measuring and explaining management practices across firms and countries [J]. Quarterly Journal of Economics, 122(4): 1351 – 1408.
- BROOKMAN J, THISTLE P. 2013. Managerial compensation: luck, skill or labor markets [J]. Journal of Corporate Finance, 21: 252 – 268.
- DEVERS C E, CANNELLA A A, REILLY G P, et al. 2007. Executive compensation: a multidisciplinary review of recent developments [J]. Journal of Management, 33(6): 1016 – 1072.
- EZZAMEL M, WATSON R. 1998. Market comparison earnings and the bidding – up of executive cash compensation: evidence from the United Kingdom [J]. Academy of Management Journal, 41(2): 221 – 231.
- FALEYE O, HOITASH R, HOITASH U. 2011. The costs of intense board monitoring [J]. Journal of Financial Economics, 101(1): 160 – 181.
- FAULKENDER M, YANG J. 2010. Inside the black box: the role and composition of compensation peer groups [J]. Journal of Financial Economics, 96(2): 257 – 270.
- FAULKENDER M, YANG J. 2013. Is disclosure an effective cleansing mechanism? The dynamics of compensation peer benchmarking [J]. Review of Financial Studies, 26(3): 806 – 839.
- FEHR E, HART O, ZEHNDER C. 2009. Contracts, reference points, and competition behavioral effects of the fundamental transformation [J]. Journal of the European Economic Association, 7(2 – 3): 561 – 572.
- FEHR E, HART O, ZEHNDER C. 2011. Contracts as reference points – experimental evidence [J]. American Economic Review, 101(2): 493 – 525.
- GABAIX X, LANDIER A. 2008. Why has CEO pay increased so much [J]. The Quarterly Journal of Economics, 123(1): 49 – 100.
- GIANNETTI M, LIAO G M, YU X Y. 2015. The brain gain of corporate boards: evidence from China [J]. Journal of Finance, 70(4): 1629 – 1682.
- HALL R E, JONES C I. 1999. Why do some countries produce so much more output per worker than others [J]. Quarterly Journal of Economics, 114(1): 83 – 116.
- HART O, MOORE J. 2008. Contracts as reference points [J]. Quarterly Journal of Economics, 123(1): 1 – 48.
- JENSEN M C, MURPHY K J. 1990. Performance pay and top – management incentives [J]. Journal of Political Economy, 98(2): 225 – 264.
- JONES C I, ROMER P M. 2010. The new Kaldor facts: ideas, institutions, population, and human capital [J]. American Economic Journal

Macroeconomics , 2(1) : 224 – 245.

MURPHY K , ZÁBOJNÍK J J. 2004. CEO pay and appointments: a market – based explanation for recent trends [J]. American Economic Review , 94(2) : 192 – 196.

MURPHY K , ZÁBOJNÍK J J. 2007. Managerial capital and the market for CEOs [R]. SSRN Working Paper.

YANG R , YANG J. 2009. Why has top executive compensation increased so much in china: an explanation of peer – effects [J]. Pacific Economic Review , 14(5) : 705 – 716.

Does Foreign Executive Drive the Growth of Executive Compensation? Empirical Evidence from Contract Reference Point

LUO Kun¹ YANG Rong²

(1. School of Economics and Management , Anhui Normal University , Wuhu 241002;

2. Faculty of Economics and Management , East China Normal University , Shanghai 200241)

Abstract: Based on the institutional environment of China , using the 2008 – 2014 data of China's A – share listed companies , and from the view of manager market theory and reference point theory , this paper explores the relationship among the foreign executives , contract reference point and executive compensation contract. The study found that the companies have more foreign executives , the easier to drive the growth of executive compensation; the company that has foreign executives are more inclined to use reference point to drive the growth of executive compensation. The underlying mechanism is that the higher the corporate governance level of the foreign executives is , the more foreign executives is from developed countries such as Europe and America , the stronger of the propensity of the listed companies are using the contract reference point. to drive the growth of executive compensation. Further studies show that the introduction of foreign executives helps to enhance the long – term performance of Listed Companies in China , and drives the remuneration level of Chinese executives.

Keywords: foreign executives; contract reference point; executive compensation growth; manager market theory; reference point theory (责任编辑 张建军)

(上接第 74 页)

The Effect of Monetary Policy on the Conditions of Different Leverage Rate and the Stableness of Monetary Policy in the Course of Decreasing Leverage Rate: Test of Financial Accelerator Effect Based on DSGE Model

LUO ZuoYan CHEN BoJie

(School of Finance , Guangdong University of Finance and Economics , Guangzhou 510320)

Abstract: From the perspective of EFP and cash mechanism of financial accelerator effect , based on the DSGE model , including household sector , firm sector , and trader sector , commercial bank and central bank sector , the analysis of this paper shows that the shock effect of monetary policy on the condition of high leverage rate is higher than that of low leverage rate , and the shock effect of monetary policy is higher than that of others shock variables. The conclusion of empirical analysis is the same as that of theoretical analysis. Theses analyses demonstrate in the course of decreasing leverage rate , that monetary policy should remain stable and stick , which is very crucial to contain fluctuation of economy. Monetary policy should support efficient investment to decrease leverage rate by improving economic growth. Meanwhile , monetary policy should strengthen supervise on shadow banking to prevent fluctuations of economy.

Keywords: leverage rate; financial accelerator; monetary policy (责任编辑 刘志炜)