

# 国际化董事会是高管自利行为的 “避风港”还是“防火墙”？

——来自中国A股上市公司的经验证据

代彬<sup>1,2</sup> 彭程<sup>2</sup>

(1.四川外国语大学国际商学院,重庆400031;2.四川外国语大学国别经济与国际商务研究中心,重庆400031)

**摘要:**在将高管自利行为划分为显性自利和隐性自利两种表现形式的基础上,本文实证研究了国际化董事会对高管自利行为的影响效应,结果发现:国际化董事会在“纵容”高管显性自利行为的同时能有效抑制高管的隐性自利行为。进一步研究表明,随着法律环境的改善,国际化董事会对高管显性和隐性自利行为的约束作用均会相应增强,激烈的市场竞争则会显著削弱国际化董事会的监督功效,而国有企业的国际化董事会对高管隐性自利行为的治理效果更为突出。本文的研究揭示,国际化董事会既能成为高管显性自利行为的“避风港”,又能够对高管隐性自利行为发挥“防火墙”功能,并且可能在异质的治理情景下呈现两种角色的相机转换。

**关键词:**国际化董事会;高管显性自利;高管隐性自利;治理环境;产权性质

**中图分类号:**F275 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2019)04-0025-11

## 一、引言

高管自利行为被认为是公司代理问题的一种典型体现,其在影响企业绩效的同时也损害了股东利益,从长远来看还将严重制约资本市场乃至经济社会的健康发展。我国资本市场起步较晚,法律、中介等相关体系建设尚不完善,监管问责机制的相对“缺位”既影响了投资者保护水平,也削弱了对管理者寻租行为的震慑效应,以至于极易诱发高管道德风险,加剧管理者机会主义行为<sup>[1]</sup>。因此,如何防范高管自利行为、提升上市公司治理水平已成为学术界和实务界共同关注的重要议题。

董事会是连接股东和管理层的纽带,是公司治理的关键组成部分,理应在抑制高管自利行为中扮演重要角色。随着全球经济一体化进程的加快,国际间人才流动愈发频繁,越来越多的外籍人士“跨

**收稿日期:**2019-04-03

**基金项目:**国家社会科学基金项目“党组织嵌入视阈下的国有企业非伦理行为及其治理机制研究”(19BGL114);国家自然科学基金项目“控制权配置、审计监督与国企高管自利行为”(71402109);重庆市教委人文社会科学基金项目“地方国有企业境外投资的风险评价与防控机制研究”(19SKGH105)。感谢四川外国语大学国际商学院王敬远硕士生生在数据收集与整理方面提供的帮助,但文责自负。

**作者简介:**代彬(1982—),男,重庆人,四川外国语大学国际商学院/国别经济与国际商务研究中心教授,博士;彭程(1978—),男,湖南娄底人,四川外国语大学国别经济与国际商务研究中心教授,博士。

境”加入本土企业董事会<sup>[2]</sup>。而伴随着综合国力的不断提升以及国家引智计划等政策的实施,我国上市公司董事会也吸纳了越来越多具有海外背景的人士参与公司治理,国际化董事会的格局在不少公司已悄然形成。人员构成的多元化会直接影响董事会的认知资源,使得其处理问题的思维、视角彰显异质性特征<sup>[3]</sup>。具体地,由于长期受西方文化的浸染,海外背景董事有着西式的价值认知和文化基因,通常表现出更强的独立性<sup>[4]</sup>,从而国际化董事会理应能更好地排除“噪音”,独立地制定决策、发表意见。与此同时,凭借海外背景董事的人力资本优势,国际化董事会能为公司的海外扩张提供咨询服务<sup>[5]</sup>,并有效提升企业国际化程度以及业绩表现<sup>[6][7]</sup>。然而,国际化董事会是否以及如何影响高管自利行为在现有文献中却鲜有提及。换言之,国际化董事的咨询功能已得到初步证实,但其监督职能仍有待讨论。国际化董事会对高管自利行为究竟产生了何种影响?进一步地,公司的内外部治理机制是否能发挥协同联动作用?显然,这些问题的答案对于明晰董事会治理功效、设计有效的高管激励契约、深化公司治理改革等均具有重要的指导意义,同时也形成了本文研究的逻辑起点和研究动因。

本文可能的贡献在于:第一,已有文献虽然已经开始关注国际化董事会这一典型现象<sup>[4][8]</sup>,但鲜有文献涉及国际化董事会是否以及如何影响高管自利行为。本文在一定程度上丰富了有关董事会治理的相关研究,为评价国际化董事会如何发挥监督职能并进一步厘清其治理效果提供了经验证据。第二,关于董事会与高管自利行为的研究,国内外学者往往侧重于分析董事会规模<sup>[9]</sup>、董事会结构<sup>[10][11]</sup>等对高管寻租行为的影响。但本文另辟蹊径,将董事会的国际化特征纳入研究范畴,同时也丰富了高管自利行为影响因素的相关研究。第三,本文进一步探索了法律环境、市场竞争等外部治理机制如何调节国际化董事会对高管自利行为的影响,不但为有关公司内外部治理机制间交互作用的研究提供了重要佐证,也为有关当局的政策制定提供了有益参考。

## 二、理论分析与假设提出

在公司治理实践中,高管能够通过利用职权攫取超额薪酬<sup>[12]</sup>、增加在职消费<sup>[13]</sup>、实施激进避税<sup>[1]</sup>等“丰富多样”的形式进行寻租活动。其中,通过手中的权力扭曲薪酬机制从而谋取超额薪酬是管理者自利的重要路径。与此同时,在职消费也是高管权力寻租不可忽视的一条关键渠道。借鉴Yao关于腐败的分类方法<sup>[14]</sup>,本文根据高管实施自利行为的行动策略特征,将高管自利划分为显性自利和隐性自利两种基本形式。其中,显性自利是指高管通过超额薪酬等“正大光明”的途径实现的权力寻租;而隐性自利则是指通过在职消费等相对隐蔽手段为自己谋取私利的利益侵占行为。在此基础上,本文将重点探讨国际化董事会对高管两类自利行为可能产生的异质性效应。

### (一)国际化董事会与高管显性自利行为

在全球化背景下,国际间的人力资本快速流动使得“海归”回流成为一股风潮。当前,从国家到地方都制定了许多优惠政策吸引海外人才,越来越多具有国际化背景的高管进入上市公司担任董事职位,董事会的国际化特征日益凸显<sup>[7]</sup>。基于高阶梯队理论(Upper Echelons Theory),高管的学历背景、职业经历等个人特征会对高管的行为选择与价值认知产生显著影响<sup>[15]</sup>。而我国上市公司聘请的具有海外背景的董事大多长期工作或学习于公司治理较为完善的欧美发达国家。因此,他们能将先进的治理理念与国际化视野带回本土企业,既是显性技术知识的转移载体,也是隐性决策文化和治理理念的传播使者,从而有利于促进本土企业与发达国家企业之间的决策文化趋同<sup>[16]</sup>,进而对提升公司治理水平、强化投资者保护发挥增量贡献。具体到对高管显性自利行为的影响,其作用机理可能表现在以下几个方面:

首先,国际化董事会有着良好的职业操守。基于社会心理学视角,中国作为“情理社会”,董事之间相互认情、认面子往往成为常态,再加上千百年来尊卑观念的沉淀,董事会更是容易形成以董事长为核心的“差序格局”<sup>[17]</sup>。而具有海外背景的董事,其长期在欧美学习工作的经历促使其思维理念更具西方色彩,更强调规则遵守与公事公办。因此,国际化董事会多元化的人员构成将有利于打破这种徇情决策的固有格局,并能在薪酬制定这类重要事项中独立地发表意见。此外,国际化董事会在跳出

“人情圈子”的同时也相应防范了高管潜在的“人情收买”，降低被“俘获”的可能，董事会独立性与监管效率均能得到有效提升，由此高管攫取显性自利的渠道受限、难度加大。

其次，国际化董事会具有较好的教育背景与声誉意识。海外背景董事通常具有优质的教育经历、先进的治理理念与良好的专业技能。面对高管层以攫取超额薪酬为代表的谋私行为，他们更有意愿和能力遏制高管的权力寻租。另外，具有海外背景的国际化董事往往有着更广阔的社交网络、更丰富的社会资本<sup>[18]</sup>。社交联系的广泛不仅意味其掌握着更庞大的人脉资源，而且更多表现为一种外部监督意愿，促使国际化董事自发地增进履职过程中的勤勉与审慎态度，以换取潜在雇主的青睐和更多商业利益。高管的显性自利行为是一个容易被外部观测并用作董事尽职评估的重要指标，因此，声誉机制的存在促使国际化董事会积极关注并提防高管在薪酬制定等问题上的寻租倾向。

再者，国际化董事会更注重保护投资者利益。长期的海外经历使得国际化董事耳濡目染并深受西方企业治理文化的熏陶，更容易将保护投资者利益作为职业信条，注重提防可能产生的侵占行为。而以超额薪酬为代表的显性自利行为是高管“侵蚀”投资者利益的典型体现，因此容易被国际化董事会察觉并遏制。同时有研究表明，外资股东更愿意委托具有国际化背景的人士进入董事会作为其利益代表<sup>[19]</sup>，相应地，防范高管机会主义行为、维护外资股东利益亦是其职责所在。因此，出于对外资股东的“职业忠诚”，此类董事对于监督高管显性自利行为自然抱有更强的使命感与责任感。

但值得注意的是，海外背景董事也可能更为推崇市场化导向下的薪酬激励机制。产生代理问题的关键诱因源于委托代理双方的信息不对称，信息获取渠道受限导致董事会“拍脑袋”讨论制定的薪酬契约可能无法作为高管实际创造价值的完整体现，薪酬机制的监督与激励作用将大打折扣。例如，针对国有上市公司，中央及地方政府相关部门自2009年以来相继出台了多条“限薪令”给国企高管薪酬戴上了“紧箍咒”，薪酬设计被赋予了浓重的行政色彩，更多地蕴含了缩小高管与员工收入差距、促进社会公平等含义。而民营企业虽然在薪酬契约制定上更为遵循市场化原则，但受我国资本市场整体环境的影响，其薪酬市场化程度与欧美企业相比仍有较大差距。由此可知，我国上市公司普遍存在不同程度的高管激励不足现象，并导致潜在的、形式更隐蔽的职位腐败与自我激励泛滥，这可能是秉持公开公正信念的国际化董事会所无法接受的。由于受欧美成熟公司治理文化的熏陶，海外背景董事通常重视市场导向下的薪酬激励并且对其影响路径有着深刻的认知，大多秉持“市场化的薪酬契约既能提升高管勤勉程度，又能实现对高管行为更好的引导与监管”的信念。

除此之外，在我国企业激励制度市场化改革和全球公司治理趋同的双重影响下，国际同行的薪酬基准对中国公司的薪酬决策具有参照点效应<sup>[20]</sup>。相比本土同行，海外背景董事更为熟悉薪酬契约方面的专业知识，会积极踊跃地借鉴发达国家的先进经验，并从薪酬结构、激励方式等方面进行“因地制宜”地移植和优化，以确保激励效果的最大化。由此，在国际化董事会的主导下，高管薪酬也可能因“市场化趋同”而呈现出上涨趋势。

综上所述，本文提出如下竞争性假设：

H<sub>1a</sub>：国际化董事会能够有效遏制高管的显性自利行为。

H<sub>1b</sub>：国际化董事会不能遏制高管的显性自利行为，甚至可能发挥助长效应。

## (二) 国际化董事会与高管隐性自利行为

根据自我归类理论(Self-categorization)，个体会根据人口学特征来确定所属的心理群体，从而产生积极的自我认同<sup>[21]</sup>；而相似—吸引范式(Similarity-attraction)理论则认为，具有相似认知基础和价值观的成员会相互吸引，从而产生更多的交流互动<sup>[22]</sup>。由此可以推断，本土董事和高管之间可能存在千丝万缕的联系，团队内部有着更多的“同理心”与“相互理解”。而由于教育和工作经历的较大差异，海外背景董事与本土同行间有着相对迥异的价值认知及行为选择。具体地，在职消费是高管履职过程中所获得的与其职位相关或不相关的非货币性收益，由于披露水平普遍不高，其完整信息的可获得性受限，表现出极强的隐蔽性特征，无论是内部审计还是外部审计对其合法性、真实性、效益性均难

以有效鉴定,因而其往往沦为高管攫取私利的隐秘渠道<sup>[23][13]</sup>。在国内,一些本土董事将在职消费视为对高管薪酬激励不足的补偿与“人情”赠予,对高管以在职消费为代表的隐性自利行为采取“睁一只眼、闭一只眼”的态度。尊重规则是欧美治理文化的重要组成部分,也是其高管在公司治理中所坚守的重要信条。而根据行为一致性理论(Behavioral Consistency Theory),个体行为在不同情境下将呈现出一贯性特征<sup>[24]</sup>。不同于本土董事,具有海外背景的董事会潜移默化地将西方公司治理所崇尚的规则导向下的监督职责的价值理念引入本土企业。因此,国际化董事会作为“规则至上”监管理念的继承者与践行者,自然不会容忍高管以隐蔽手段谋私的行为,并会在防范高管隐性自利行为的决策实践中予以惯性体现。

与此同时,由于普遍具备发达国家良好的教育以及丰富的海外任职经历,海外背景董事在国际前沿的专业技能和管理经验方面更具优势,理应更容易识别出高管在职消费等隐性自利行为中的合理部分与畸高部分,并主动采取措施遏制高管相对隐秘的谋私行为,践行其监管理念。综上所述,本文提出如下研究假设:

H<sub>2</sub>:国际化董事会能够有效遏制高管的隐性自利行为。

### 三、数据来源与研究设计

#### (一)样本选择与数据来源

本文选择 2011~2016 年的沪深主板上市公司为研究对象,并对初始样本按照如下原则进行筛选:(1)剔除金融保险证券行业的公司;(2)剔除 ST、PT 以及相关数据缺失且无法补齐的公司。最终本文得到 6049 个观测值。本文主要数据均来自 CSMAR 数据库,其中董事会国际化的数据是作者根据 CSMAR 提供的高管简历手工整理而成。为避免极端值对研究结论的影响,本文对所有连续变量按照 1%和 99%分位进行了 winsorize 缩尾处理。本文数据处理与分析均使用 Stata14.0 完成。

#### (二)变量说明

1.高管显性自利行为。本文用超额薪酬作为高管显性自利行为的测度指标。具体地,以上市公司年报中披露的“薪酬最高的前三位董事、监事、高管的薪酬总和”作为高管绝对薪酬,并使用其自然对数作为高管绝对薪酬变量。同时,借鉴 Iwasaki 等<sup>[25]</sup>以及代彬等<sup>[12]</sup>、蔡贵龙等<sup>[26]</sup>的方法测算高管超额薪酬。首先,使用样本数据对模型(1)进行回归,得到各回归系数;然后,用估计的系数与高管薪酬的决定因素相乘得到预期的高管薪酬水平;最后,使用模型(2)将实际的高管薪酬减去预期的高管薪酬,得到非预期的高管薪酬水平即为超额薪酬水平。

$$\text{LnPAY}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{SIZE}_{it} + \alpha_2 \text{ROA}_{it} + \alpha_3 \text{IA}_{it} + \alpha_4 \text{ZONE}_{it} + \sum \text{IND} + \sum \text{YEAR} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

$$\text{OVERPAY}_{it} = \text{LnPAY}_{it} - \text{LnEXPECTEDPAY}_{it} \quad (2)$$

2.高管隐性自利行为。本文用超额在职消费作为高管隐性自利行为的测度指标。参考 Ting 和 Huang<sup>[23]</sup>、赵纯祥等<sup>[13]</sup>以及蔡贵龙等<sup>[26]</sup>文献做法,本文采用回归提取残差的方式来刻画高管的超额在职消费,即采用高管实际在职消费与由经济因素决定的预期在职消费之间的差额来测度超额在职消费。

$$\frac{\text{PERKS}_{it}}{\text{ASSET}_{it-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{\text{ASSET}_{it-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta \text{SALE}_{it}}{\text{ASSET}_{it-1}} + \alpha_3 \frac{\text{PPE}_{it}}{\text{ASSET}_{it-1}} + \alpha_4 \frac{\text{INV}_{it}}{\text{ASSET}_{it-1}} + \alpha_5 \text{LnEMPLOYEE}_{it} + \epsilon_{it} \quad (3)$$

式(3)中,PERKS 为管理费用中扣除了董事、监事和高管薪酬等明显不属于在职消费项目后的金额;ASSET 为上一年年末总资产;ΔSALE 为当年营业收入变化额;PPE 为当年年末固定资产净值;INV 为当年年末存货总额;LnEMPLOYEE 为当年企业雇佣员工总数的对数。

我们首先对模型(3)进行回归,然后把各解释变量的回归系数分别代入模型(3),估算出每个样本的正常在职消费。实际在职消费与正常在职消费的差额即为超额在职消费 OVERPERKS。

3.国际化董事会。本文借鉴 Masulis 等<sup>[5]</sup>、杜兴强和谭雪<sup>[8]</sup>等学者的做法,并在此基础上对“国

际化董事会”进行了补充定义,即聘请了外籍人士或者具有海外工作、学习一年及以上背景的成员的董事会为国际化董事会。由于港澳台地区与中国内地在经济发展与制度环境等方面存在较大差异,因此本文将外国人和港澳台人士统一界定为“海外背景人士”。

### (三)模型设计

为了检验本文的假设  $H_1$  和  $H_2$ ,即验证国际化董事会是否以及如何影响高管自利行为,本文利用模型(4)完成相应检验:

$$\text{OVERPAY}/\text{OVERPERKS} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{GB} + \alpha_2 \text{FIRST} + \alpha_3 \text{DUAL} + \alpha_4 \text{BUSY} + \alpha_5 \text{IBAL} + \alpha_6 \text{SIZE} + \alpha_7 \text{LEV} + \alpha_8 \text{TOBINQ} + \alpha_9 \text{ROA} + \alpha_{10} \text{CROSS} + \sum \text{IND} + \sum \text{YEAR} + \epsilon \quad (4)$$

式(4)中,因变量 OVERPAY 为以超额薪酬计量的高管显性自利行为,OVERPERKS 为以超额在职消费计量的高管隐性自利行为;自变量 GB 为国际化董事会,包括国际化董事会的虚拟变量(GB\_DUM)和比例变量(GB\_RATIO)。参考相关研究做法,本文还设置了如下控制变量:第一大股东持股比例(FIRST)、两职合一(DUAL)、忙碌董事(BUSY)、股权制衡(IBAL)、公司规模(SIZE)、资产负债率(LEV)、公司成长性(TOBINQ)、总资产收益率(ROA)、是否交叉上市(CROSS)以及行业(IND)和年度(YEAR)虚拟变量。各变量的具体定义和计算方式参见表 1。

表 1 变量及其定义

	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	高管显性自利行为:超额薪酬	OVERPAY	高管绝对薪酬与预期薪酬之差
	高管隐性自利行为:超额在职消费	OVERPERKS	高管实际在职消费与预期在职消费之差
解释变量	国际化董事会(虚拟变量)	GB_DUM	若董事会中有国际化背景人士,则 GB_DUM=1,否则为 0
	国际化董事会(比例变量)	GB_RATIO	董事会中具有国际化背景人士所占的比例
控制变量	第一大股东持股比例	FIRST	第一大股东持股比例
	两职合一	DUAL	当董事长与总经理两职合一时取 1,否则为 0
	忙碌董事	BUSY	除本公司外还在其他公司担任董事或监事的董事比例
	股权制衡	IBAL	第一大股东与第 2~5 大股东持股比例和的比值
	公司规模	SIZE	上市公司当年总收入的自然对数
	资产负债率	LEV	负债总额与资产总额之比
	公司成长性	TOBINQ	公司的市场价值与资产重置成本之比
	总资产收益率	ROA	净利润与总资产平均余额之比
	无形资产比	IA	无形资产占总资产的比例
	交叉上市	CROSS	若公司在 B 股、H 股或海外上市,则 CROSS=1,否则为 0
	区域变量	ZONE	按照公司注册地,沿海地区取值 1,中西部地区取值 0
	行业	IND	行业虚拟变量
	年度	YEAR	年度虚拟变量

## 四、实证研究结果

### (一)描述性统计

表 2 的描述性统计结果表明:GB\_DUM 的均值为 0.254,即大约四分之一的上市公司拥有国际化董事会;GB\_RATIO 的均值为 0.041,说明具有国际化背景的人士在董事会中占比明显偏低;样本企业中平均有 32.3%的董事同时在两家以上的公司任职;大股东持股比例较高,平均达到 36.2%,是第 2 至第 5 大股东持股比例总和的 6.52 倍;约 15.3%的上市公司中存在董事长和总经理两职合一的现象;ROA 的均值为 0.032,表明上市公司的盈利能力亟待提高。

### (二)单变量检验

本文将 GB\_DUM=1 的样本划定为国际化董事会样本组,反之归入非国际化董事会样本组。表 3 给出了国际化董事会与高管自利行为关系的单变量检验结果,从中可以发现,相比于非国际化董事

会样本组,国际化董事会样本组高管获取的超额薪酬更高,但超额在职消费更少,并且上述差异至少在 5% 的水平上显著。这些证据结合在一起,初步印证了我们的假设  $H_{1b}$  和假设  $H_2$ ,即董事会国际化程度越高,高管的显性自利行为越突出,而高管隐性自利行为则得到有效抑制。

表 2 变量描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	最大值
OVERPAY	0.001	0.566	-1.369	1.522
OVERPERKS	-0.000	0.032	-0.075	0.136
GB_DUM	0.254	0.436	0.000	1.000
GB_RATIO	0.041	0.085	0.000	0.429
FIRST	0.362	0.159	0.081	0.771
DUAL	0.153	0.360	0.000	1.000
BUSY	0.323	0.216	0.000	0.875
IBAL	6.520	9.650	0.421	59.629
SIZE	21.803	1.591	17.111	25.706
LEV	0.516	0.207	0.082	0.969
TOBINQ	1.815	2.032	0.176	13.155
ROA	0.032	0.053	-0.184	0.193
CROSS	0.107	0.309	0.000	1.000

表 3 国际化董事会与高管自利行为的单变量检验结果

高管自利行为	样本组	观测值	均值	中位数	T 值	Z 值
显性自利(OVERPAY)	国际化董事会组	1539	0.149	0.093	12.007***	10.746***
	非国际化董事会组	4510	-0.049	-0.054		
隐性自利(OVERPERKS)	国际化董事会组	1539	-0.002	-0.006	-2.321**	-2.966***
	非国际化董事会组	4510	0.000	-0.004		

注:表中的均值和中位数均为高管自利行为的相应数值,并分别进行了 T 检验和 Wilcoxon 秩和检验;\*\*\*、\*\*、\* 分别表示双尾检验在 1%、5% 和 10% 的水平上显著。

### (三) 回归分析

表 4 中第(1)(2)列报告了国际化董事会对高管显性自利行为(OVERPAY)的影响结果。从中可以看到,不管是用 GB\_DUM 还是 GB\_RATIO 度量董事会的国际化程度,国际化董事会与高管显性自利行为(OVERPAY)均在 1% 的水平上显著正相关,表明国际化董事会为高管支付了更高的薪酬,董事会国际化程度的提升将有助于高管实施显性自利行为,上述结果共同支持了本文的假设  $H_{1b}$ 。这一结论也预示在中国当前治理情境下,国际化董事会能够清晰觉察到企业对高管激励相对不足的现实,因此会将欧美公司治理中已然成熟的高管激励意识导入本土企业,推崇市场导向下的薪酬机制,破除高管薪酬“瓶颈”。与此同时,国际化董事会还有能力运用丰富的专业知识从多方面对高管薪酬契约进行修正,使其激励水平得到有效提升。由此可以认为,国际化董事会对高管以超额薪酬为代表的显性自利行为发挥了“避风港”功能。

就控制变量的回归结果来看,总资产收益率、第一大股东持股比例、股权制衡、资产负债率与高管显性自利行为均显著负相关,由此可以认为企业效益的提升与高管超额薪酬之间不存在激励联动效应。但忙碌董事、交叉上市变量与高管显性自利行为显著正相关,表明董事兼任的职务越多,其更难以尽职尽责地履行监督职责,这与郑志刚等<sup>[27]</sup>的研究结论较为一致;同时,由于交叉上市公司普遍经营管理复杂度更高,因而其高管更容易在薪酬上为自利行为提供“合理辩护”。

进一步的,表 4 中第(3)(4)列报告了国际化董事会对高管隐性自利行为(OVERPERKS)的影响结果。从中可以看到,不管是用 GB\_DUM 还是 GB\_RATIO 度量董事会的国际化程度,国际化董事会与高管的超额在职消费(OVERPERKS)均在 1% 的水平上显著负相关,表明国际化董事会通过发挥监督职能有效抑制了高管的隐性自利行为,而且随着董事会国际化程度的提升,其对高管隐性自利

行为的治理功效也相应增强。上述结果共同验证了本文的假设 H<sub>2</sub>,同时也充分揭示,区别于本土董事对高管的“同理心”,国际化董事可能更崇尚规则导向下的监督职责,其对高管通过在职消费等隐蔽途径进行的攫利行为保持了较强的洞察力,能够及时识别并有效遏制,从而对高管的隐性自利行为展现出“防火墙”功能。同时,上述结论也为杜兴强和谭雪所提出的“国际化董事会具有监督职能”的观点提供了新的印证<sup>[8]</sup>。

表 4 国际化董事会与高管自利行为

自变量	OVERPAY				OVERPERKS			
	(1)		(2)		(3)		(4)	
	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值
GB_DUM	0.165***	9.60			-0.003***	-3.22		
GB_RATIO			1.040***	11.88			-0.016***	-3.30
FIRST	-0.437***	-7.64	-0.429***	-7.54	0.002	0.66	0.002	0.63
DUAL	0.025	1.23	0.023	1.16	0.000	0.11	0.000	0.14
BUSY	0.313***	9.17	0.306***	9.02	-0.000	-0.19	-0.000	-0.17
IBAL	-0.002**	-2.33	-0.002**	-2.32	-0.000	-0.37	-0.000	-0.34
SIZE	0.012*	1.79	0.010	1.45	0.001***	2.68	0.001***	2.71
LEV	-0.179***	-4.07	-0.171***	-3.90	-0.016***	-5.43	-0.016***	-5.46
TOBINQ	0.003	0.68	0.003	0.66	0.002***	6.62	0.002***	6.58
ROA	-0.315**	-1.97	-0.289*	-1.81	0.099***	10.86	0.098***	10.83
CROSS	0.069***	2.83	0.050**	2.06	-0.002	-1.15	-0.001	-1.03
行业与年度	控制		控制		控制		控制	
样本值	6049		6049		6049		6049	
Adj R <sup>2</sup>	0.054		0.061		0.059		0.059	

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%和 10%的水平上显著(双尾检验),下表同。

#### (四)进一步研究

1.法律环境的调节作用。大量研究发现,单纯依靠董事会治理并不能完全有效地解决管理层代理问题,况且董事会还可能滋长“任人唯亲”的董事会文化<sup>[27]</sup>,因此我们不能忽视外部治理手段所发挥的作用,而法律环境通常被视作最重要的外部治理机制之一<sup>[28]</sup>。对此,本文将进一步探究法律环境对国际化董事会与高管自利行为关系的调节作用。首先,根据王小鲁等构建的法律制度环境指数(LAW)作为法律环境的测度变量<sup>[29]</sup>;然后,在模型(4)的基础上,放入法律环境指数(LAW)及其与国际化董事会 GB 的交乘项,构建模型(5)进行回归分析。

$$\begin{aligned} \text{OVERPAY/OVERPERKS} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{GB} + \alpha_2 \text{LAW} + \alpha_3 \text{GB} \times \text{LAW} + \alpha_4 \text{FIRST} + \alpha_5 \text{DUAL} + \\ & \alpha_6 \text{BUSY} + \alpha_7 \text{IBAL} + \alpha_8 \text{SIZE} + \alpha_9 \text{LEV} + \alpha_{10} \text{TOBINQ} + \\ & \alpha_{11} \text{ROA} + \alpha_{12} \text{CROSS} + \sum \text{IND} + \sum \text{YEAR} + \epsilon \end{aligned} \quad (5)$$

表 5 提供的检验结果显示,当被解释变量为高管显性自利行为 OVERPAY 时,交乘项 GB\_DUM×LAW 和 GB\_RATIO×LAW 的系数均至少在 10%的水平上显著为负;当被解释变量为高管隐性自利行为 OVERPERKS 时,交乘项 GB\_RATIO×LAW 的系数为负且在 1%的水平上显著,表明随着法律环境的改善,国际化董事会对高管显性和隐性自利行为的抑制功效均会相应增强。对此可能的解释是,良好的法律环境意味着外部法律监督较强,更能保障投资者的知情权、参与决策权等合法权利。出于投入回报的权衡,国际化董事会可能会因外部监督力量的介入而主动提升对高管显性自利行为的治理意愿;相应地,高管隐性自利行为一直是秉持“规则至上”理念的国际化董事会重点关注的内容,因而当法治实施体系越高效时,国际化董事会更可能借此契机“封堵”高管的隐性获利渠道,体现出高管寻租行为的“防火墙”功能。这一结果也印证了 Doidge 等提出的关于制度环境与公司治理之间关系的“结果假说”在我国上市公司的适用性<sup>[30]</sup>,即公司治理效能一定程度上是对外部环境的响应性结果,良好的法律环境能够发挥应有的外部治理功效,因此在适宜的制度保障下国际化董事会才能更好地发挥作用。另外,当被解释变量为高管隐性自利行为 OVERPERKS 时,交乘项 GB\_DUM

×LAW 的系数虽然为负但不显著,而 GB\_RATIO×LAW 的系数显著为负,这从侧面印证董事会中出现国际化背景人士的身影并不能确保治理作用的有效发挥,还有赖于国际化董事在董事会中的占比获得实质性提升。

表 5 国际化董事会、法律环境与高管自利行为

自变量	OVERPAY				OVERPERKS			
	(1)		(2)		(3)		(4)	
	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值
GB_DUM	0.224***	6.01			-0.001	-0.26		
GB_RATIO			1.620***	8.61			0.010	0.96
LAW	0.005***	2.72	0.006***	3.47	0.001***	5.71	0.001***	6.26
GB_DUM×LAW	-0.007*	-1.78			-0.000	-1.40		
GB_RATIO×LAW			-0.070***	-3.53			-0.003***	-2.85
控制变量	控制		控制		控制		控制	
行业与年度	控制		控制		控制		控制	
样本值	6049		6049		6049		6049	
Adj R <sup>2</sup>	0.053		0.062		0.060		0.061	

2.市场竞争的调节作用。市场竞争与法律环境虽同属重要的外部治理机制,却有着迥然不同的内涵和作用机理,因此本文将继续考察市场竞争因素在国际化董事会与高管自利行为关系中的调节效应。参照 Meng 等以及张传财和陈汉文等研究做法<sup>[31][32]</sup>,本文采用熵指数(EI)以及行业内上市公司数量的自然对数(LnN)来综合考量公司所在行业的市场竞争程度。行业分类依据中国证监会 2012 年颁布的《上市公司行业分类指引》。

表 6 的回归结果显示,交乘项 GB×EI 和 GB×LnN 的回归系数均为正且至少在 5%的水平上显著。这一结果表明,伴随着市场竞争的加剧,在高管显性激励水平获得较大提升的同时,高管的隐性私利攫取行为并没有得到有效遏制,即国际化董事会对高管显性和隐性自利行为的监督强度均出现了明显弱化。对此可能的解释是,在面临较强的外部竞争环境时,企业经营管理难度陡然上升,而注重市场化激励的国际化董事会可能倾向于通过提升薪酬待遇的方式匹配高管的能力与付出;另一方面,国际化董事会可能将更多注意力配置在提升激励强度、重点关注经营业绩等考量上,此消彼长之下弱化了其监督职能的行使,从而致使高管能更为便捷的获取在职消费,此时在职消费更多体现为一种薪酬补偿机制。换言之,在较强的市场竞争态势下,高管不但将竞争压力作为谋求高薪的“良好借口”甚至“挡箭牌”,而且没有因经营业绩压力而加强自我约束、削减在职消费,此时国际化董事会的“防火墙”功能几近失灵,并可能在客观上沦为高管谋取私利的“助推器”。

3.产权性质的调节作用。转轨经济体中产权性质的差异对企业利益主体的行为决策同样可能发挥深刻影响,因此本文将视角转向产权异质性对国际化董事会与高管自利行为关系的调节效应。从表 7 的结果可以发现,在国有企业组中,国际化董事会对高管自利行为的影响与上文保持一致,即国际化董事会在“助长”高管显性自利行为的同时也有效抑制了高管的隐性自利行为;而在非国有企业组中,国际化董事会并未显著约束高管的隐性自利行为。

这一结果与当前学界的主流观点不尽一致。有不少研究指出,国有企业董事会的监督效率要弱于民营企业<sup>[33]</sup>。而本文则认为,深化国企改革的重要突破就是大力推进董事会制度建设并已取得初步效果,从体制上破解了“内部人控制”的弊端。同时,国际化董事的进入让董事会内部的制衡和运行更为有效,加之出于政治晋升等因素的考量,国际化董事会能更加勤勉审慎地发挥“监督者”功能。而以亲情、友情为纽带的家族主义信任容易让民营企业滋生任人唯亲等治理顽疾,董事会与高管的私交或亲缘关系通常颇为复杂,其高管在谋求隐性自利行为时受到的监管力度自然相对孱弱。赵宜一和吕长江就发现由家族成员担任执行董事降低了董事会对管理层的监督效率<sup>[11]</sup>。因此,国有企业的国际化董事会可能对高管隐性自利行为发挥相对更大的功效。



表 6

国际化董事会、市场竞争与高管自利行为

自变量	OVERPAY				OVERPERKS			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
GB_DUM	-0.018 (-0.32)		-0.058 (-0.82)		-0.016 *** (-5.01)		-0.017 *** (-4.34)	
GB_RATIO		0.361 (1.19)		-0.040 (-0.10)		-0.073 *** (-4.22)		-0.077 *** (-3.41)
EI	0.137 (1.01)	0.146 (1.08)			-0.001 (-0.07)	-0.000 (-0.00)		
LnN			0.227 * (1.69)	0.227 * (1.69)			0.011 (1.45)	0.011 (1.46)
GB_DUM×EI	0.089 *** (3.42)				0.006 *** (4.22)			
GB_RATIO×EI		0.343 ** (2.34)				0.029 *** (3.41)		
GB_DUM×LnN			0.036 *** (3.25)				0.002 *** (3.67)	
GB_RATIO×LnN				0.178 *** (2.80)				0.010 *** (2.75)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本值	6049	6049	6049	6049	6049	6049	6049	6049
Adj R <sup>2</sup>	0.056	0.062	0.056	0.063	0.061	0.061	0.061	0.060

注:括号内为回归系数的 t 值,\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著(双尾检验),下表同。

表 7

国际化董事会、产权性质与高管自利行为

变量	国有企业组				非国有企业组			
	OVERPAY		OVERPERKS		OVERPAY		OVERPERKS	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
GB_DUM	0.163 *** (7.94)		-0.005 *** (-4.59)		0.161 *** (5.49)		0.003 (0.73)	
GB_RATIO		0.962 *** (9.01)		-0.024 *** (-4.11)		1.072 *** (7.29)		0.005 (0.59)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业与年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本值	3729	3729	3729	3729	2320	2320	2320	2320
Adj R <sup>2</sup>	0.077	0.082	0.088	0.087	0.059	0.068	0.123	0.123

4.“限薪令”的可能影响<sup>①</sup>。2009 年,人力资源和社会保障部联合财政部、国资委等六部委下发《关于进一步规范中央企业负责人薪酬管理的指导意见》(简称“限薪令 2009”)。2014 年,中央出台《关于深化中央管理企业负责人薪酬制度改革的意见》(简称“限薪令 2015”)。上述文件从不同角度限制了国有企业高管获取高额薪酬。那么,国有企业遭遇的“限薪令”是否与本文结论“国际化董事会促进了高管显性自利行为”产生矛盾或抵触呢?

首先,本文对样本中的高管绝对薪酬(LnPAY)进行了描述性统计,表 8 报告了统计结果。从中可以发现,随着时间的推移,无论是国有企业还是非国有企业的高管绝对薪酬均呈现上涨趋势,并且中央企业和地方国企的高管绝对薪酬在“限薪令 2015”实施后也依然保持增长态势,“限薪令”的颁布未能抑制国有企业高管绝对薪酬的持续攀升,这与“限薪令”颁布的预期效果并不吻合。可以推断,在“限薪令”干预下,高管仍然可能存在较为强烈的自利动机和行为表现,其利益攫取倾向不会因政策限制而趋于缓和,相反可能会促使其通过其他多种渠道去实现利益寻租目的。

年份	国有企业		非国有企业		中央企业		地方国企	
	均值	标准差	均值	标准差	均值	标准差	均值	标准差
2011	14.177	0.683	14.088	0.834	14.298	0.595	14.161	0.704
2012	14.233	0.652	14.179	0.789	14.322	0.664	14.190	0.624
2013	14.310	0.658	14.273	0.781	14.420	0.661	14.260	0.644
2014	14.400	0.649	14.407	0.825	14.499	0.605	14.312	0.651
2015	14.429	0.638	14.495	0.813	14.625	0.600	14.336	0.631
2016	14.528	0.600	14.652	0.788	14.746	0.535	14.436	0.597
样本值	3729		2320		703		2164	

其次,本文以超额薪酬作为高管显性自利行为的测度指标,相较于绝对薪酬而言,超额薪酬主要体现为一个“相对”的概念,因此即使在普遍限薪的背景下,部分国企的高管薪酬仍然可能存在相对的“超额”现象(事实上亦的确如此)。本文在实证分析中测量高管超额薪酬时采用的是残差回归模型,该模型在考虑了企业规模、盈利等相关特征的同时,还控制了年份因素。沈艺峰和李培功以及潘敏和刘希曦等学者在研究中正是通过设置年份哑变量的方式来探讨“限薪令”的影响<sup>[34][35]</sup>。因此,本文的残差预测模型通过控制年份因素也就自然考虑了“限薪令”所带来的政策效应。由此可知,本文构建的超额薪酬指标(即高管显性自利行为)符合现实情况且能够真实反映限薪情景下国企高管的“相对”薪酬状况。综上所述,在“限薪令”这一背景下,国际化董事会“纵容”高管显性自利行为是存在合理动因且能够实现的,同时这也正是本文的重要发现之一,即国际化董事会可能在客观上“助长”了高管攫取超额薪酬,并成为高管显性自利行为的“避风港”。

#### (五)稳健性检验<sup>②</sup>

为验证上述结论的稳健性,我们执行了如下的敏感性测试:第一,采用不同的标准对国际化董事会进行度量,将董事会中具有国际化背景的人士范围扩大到包含华裔董事,并分别设置相应的哑变量和比例变量;第二,使用“高管前三名的薪酬总额”的自然对数作为高管绝对薪酬的替代变量;第三,采用超额在职消费的其他衡量方式,参考翟胜宝等的做法<sup>[36]</sup>,在模型(3)中进一步考虑股东大会、董事会等正常会议支出因素,估算出新的超额在职消费变量;第四,采用 Heckman 两阶段检验以控制潜在的自我选择偏误引发的内生性隐忧。以上稳健性检验的结果与本文主回归的结果基本一致,说明本文的实证结果较为稳健。

## 五、结论与启示

本文以我国上市公司董事会日益显现的国际化趋势为切入点,实证检验了国际化董事会对高管自利行为的影响效应。结果发现,国际化董事会在助长高管谋求超额薪酬的同时能够有效抑制高管攫取在职消费,即国际化董事会既能成为高管显性自利行为的“避风港”,也能发挥对高管隐性自利行为的“防火墙”功能。进一步研究表明,法律环境的改善能够强化国际化董事会对高管显性和隐性自利行为的约束作用,激烈的市场竞争会显著削弱国际化董事会的监督功效,而国有企业的国际化董事会对高管隐性自利行为发挥了更好的治理效果。本文不但丰富了有关董事会治理和高管自利行为的相关文献,也为评价国际化董事会如何发挥监督职能以及厘清公司内外部治理机制间的交互作用提供了经验证据。

本文的研究还具有如下的理论和政策含义:首先,国际化董事会对于高管自利行为可能相机展示出“避风港”抑或“防火墙”功效,这提示我们有必要特别关注国际化董事会的治理效应,在斟酌董事会构成时需重点考量以国际化为代表的团队异质性因素,通过有序引入国际化背景董事等措施夯实对高管自利行为的监督效力;其次,本研究证实法律环境和市场竞争彰显了相对迥异的治理效果,这表明需要通过制度安排引导和激发公司外部治理机制的积极效应,遏制其潜在的负面作用,不但要继续营造良好的法治环境,提供高质量的法治保障,而且如何塑造和培育高效适度的市场竞争格局也尤为

重要;最后,本文的研究还发现,国有企业的国际化董事会能够发挥更好的治理效果,这揭示在以规范董事会建设为抓手深化国有企业改革的同时,如何破解民营企业董事会“监督者”失效所滋生的高管行为异化困境将成为有关当局亟待重视的现实问题。

#### 注释:

- ①作者感谢匿名审稿人对本问题的宝贵建议。
- ②因篇幅所限,相关结果未在文中汇报,感兴趣的读者可向作者索取。

#### 参考文献:

- [1] 代彬,彭程,刘星.管理层能力、权力与企业避税行为[J].财贸经济,2016,(4):43—57.
- [2] Staples,C.L.Cross-border Acquisitions and Board Globalization in the World's Largest TNCs,1995—2005[J].The Sociological Quarterly,2008,49(1):31—51.
- [3] Bernile,G.,Bhagwat,V.,Yonker,S.Board Diversity,Firm Risk,and Corporate Policies[J].Journal of Financial Economics,2018,127(3):588—612.
- [4] Ruigrok,W.,Peck,S.,Tacheva,S.Nationality and Gender Diversity on Swiss Corporate Boards[J].Corporate Governance: An International Review,2007,15(4):546—557.
- [5] Masulis,R.W.,Wang,C.,Xie,F.Globalizing the Boardroom: The Effects of Foreign Directors on Corporate Governance and Firm Performance[J].Journal of Accounting and Economics,2012,53(3):527—554.
- [6] 刘传志,杨根宁,余兴发.海外背景董事对企业国际化程度的影响研究——来自中国上市公司的证据[J].国际商务,2017,(1):142—152.
- [7] Giannetti,M.,Liao,G.,Yu,X.The Brain Gain of Corporate Boards: Evidence from China[J].The Journal of Finance,2015,70(4):1629—1682.
- [8] 杜兴强,谭雪.国际化董事会、分析师关注与现金股利分配[J].金融研究,2017,(8):196—210.
- [9] 姚宏,贾妮,郝小玉,王丽杰.产品市场竞争、董事会结构变化与盈余管理[J].管理评论,2018,(4):194—205.
- [10] Souther,M.E.The Effects of Internal Board Networks: Evidence from Closed-end Funds[J].Journal of Accounting and Economics,2018,66(1):266—290.
- [11] 赵宜一,吕长江.家族成员在董事会中的角色研究——基于家族非执行董事的视角[J].管理世界,2017,(9):155—165.
- [12] 代彬,刘星,郝颖.高管权力、薪酬契约与国企改革——来自国有上市公司的实证研究[J].当代经济科学,2011,(4):90—98.
- [13] 赵纯祥,杨快,何威风.政策性负担、八项规定与国企高管隐性腐败治理[J].中南财经政法大学学报,2019,(1):75—85.
- [14] Yao,S.Corruption and the Anti-corruption Movement: The Modelling and Analysis of the Situation in China[J].Australian Economic Papers,2008,36(68):156—165.
- [15] Hanbrick,D.C.,Mason,P.A.Upper Echelons Organization as a Reflection of Its Managers[J].The Academy of Management Review,1984,9(2):193—206.
- [16] 徐细雄,朱红艳,淦未宇.“海归”高管回流与企业社会责任绩效改善——基于文化趋同视角的实证研究[J].外国经济与管理,2018,(5):100—113.
- [17] 朱羿锟.董事会运行中非理性因素的法律规制[J].中国社会科学,2015,(8):68—83.
- [18] Conyon,M.J.,Hass,L.H.,Vergauwe,S.,et al.Foreign Experience and CEO Compensation[J].Journal of Corporate Finance,2019,Forthcoming.
- [19] Choi,H.M.,Sul,W.,Min,S.K.Foreign Board Membership and Firm Value in Korea[J].Management Decision,2012,(2):207—233.
- [20] 李维安,刘绪光,陈靖涵.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分析与实证分析[J].南开管理评论,2010,(2):4—15.
- [21] Webber,R.The Limits to Personal Self-categorization on Key Demographics[J].International Journal of Market Research,2018,60(3):228—231.
- [22] Mitteness,C.R.,DeJordy,R.,Ahuja,M.K.,Sudek,R.Extending the Role of Similarity Attraction in Friendship and Advice Networks in Angel Groups[J].Entrepreneurship Theory and Practice,2016,40(3):627—655.

(下转第 57 页)