

管理层激励对中国上市公司多元化的影响

王磊¹ 薛有志² 李国栋³

(1. 南开大学 公司治理研究中心, 天津 300071; 2. 南开大学 公司治理研究中心, 天津 300071; 3. 南开大学 公司治理研究中心, 天津, 300071)

摘要:本文基于多元化研究的委托代理视角, 检验了管理层激励对上市公司多元化战略的影响。通过研究发现, 多元化程度较低的中国制造业上市公司中的管理层激励对于多元化经营没有显著影响。在实施多元化程度较高的中国制造业上市公司中, 多元化战略的实施对于公司业绩没有显著影响, 且作为长期激励形式的管理层以及 CEO 的持股比例与多元化水平没有关系。而上市公司中管理层薪酬与多元化水平之间存在正向关系。因此, 中国上市公司应合理规划管理层报酬体系, 使之达到有效激励与约束高管层的效果; 并进一步加强公司治理要素的建设, 通过公司治理机制的发挥防止管理层道德风险的发生。

关键词: 多元化经营 管理层激励 公司治理 公司绩效

中图分类号: F 文献标识码: A

1 引言

多元化战略是企业经营的重要战略选择之一, 它的实施对于企业成长的成败往往具有至关重要的作用。过去的研究认为, 企业实施多元化战略的目的一般包括分散风险、利用资源、建立内部资本市场几个方面。然而, 上述理论都假设企业内部不存在管理者与经营者之间的道德风险问题, 作为受托方的管理层会为了股东利益的最大化进行决策。在这种情况下, 企业被视为一个整体, 而企业内部的状况并没有得到充分的探究, 企业“黑箱”没有被打开。近年来越来越多的研究表明, 随着企业形式的演变, 股份制公司中所有权与控制权的分离, 上市公司实施多元战略的动机也发生了深刻的变化: 由于多元化战略的决策多由掌握公司控制权的管理层做出, 因此管理者会为了自身利益而采取多元化战略, 使自身能够从多元化中得到更多的利益。国外学者认为, 管理层从多元化中得到的利益包括: 因管理复杂企业而增长能力, 得到威望^[1-2]; 因为公司规模扩大而提高管理者报酬^[3]; 因为实施多元化降低了经理人个人的投资组合的风险以及因为多元化可以使经理人成为公司不可缺少的资源^[4-5]。

就中国的情况而言, 目前的中国企业中严重缺乏能够管理多元化企业的专业人才。多元化战略不能仅仅停留在战略构想的层面, 更为重要的是对多元化战略的有效管理和控制。因此, 管理者为了增加管理多元化企业、处理更为复杂的局面的能力, 他们也倾向于实施多元化的战略。在更多情况下, 即使企业一项多元化战略的实施失败, 经营多元化项目的管理者却不会真正损失什么。反之他们可能从中收获到宝贵的管理经验, 并在这个过程中锻炼了自身的管理能力。而随着职业经理人市场的日益成熟, 这些最先具备了多元化管理能力的管理者们的价值无疑会升高, 他们将有足够的机会在市场上找到新的雇主。而且多元化管理经验的缺乏使公司的所有者和经营者处于信息不对称的状态, 管理层能够利用信息优势更容易地进行符合个人利益的逆向选择。在此, 本文以委托代理理论为基础, 从管理者追求个人私利的角度出发, 试图对中国企业中管理者激励对于公司多元化影响这一问题进行探讨。

2 理论回顾

2.1 基于委托代理理论的多元化动机

由于多元化战略的实施与公司控制权发生紧密联系,很多经理人员为了个人利益而去投资一些并不能给公司带来价值的多元化项目,因此学者们越来越倾向于用委托代理理论来解释多元化的问题。Morck, Shleifer 和 Vishny 解释说“当经理人员几乎不持有公司股票和股东过于分散以至于不能无力保证利益最大化时,资源的配置会倾向于经理而不是股东。”^[6]由于所有者缺失,经理会以损失公司成本为代价来满足自身利益。因此在某种程度上,上市公司的多元化已经超出了战略范畴,成为管理者谋取私利的手段,这些经理层损害股东利益的手段在信息不对称的情况下尤为突出,增加了公司的代理成本。

实证研究方面,一些学者的实证结果支持了代理理论对多元化经营动机的解释。Denis, Denis 和 Sarin(1997)基于代理理论研究了股权结构与多元化经营之间的关系,证明多元化经营水平与管理者持股比例以及外部大股东的持股比例存在负相关关系,并且多元化经营水平的降低一般都伴随着外部控制权市场威胁、财务危机或管理者更替等,所以,他们指出,代理问题能够合理解释企业保持低效多元化经营的动机^[7]。Aggarwal 和 Samwick(2003)从管理者激励视角出发研究公司治理结构对多元化经营的影响。他们将管理者激励作为内生变量,利用管理者与股东的契约模型,采用比较静态的分析方法,得出以下结论:当代理成本来自 CEO 寻求降低经营风险的动机时,多元化经营程度与 CEO 持股比例成反比,当代理成本来自 CEO 寻求非货币私人利益的动机时,多元化经营程度与 CEO 持股比例成正比。该结论表明管理者选择多元化经营是为了追求私人利益而并非降低人力资本风险^[8]。

2.2 管理者从多元化战略中的获利

多元化经营为管理层提供了获取超额收益的理想渠道。多元化经营使股东为委托问题付出代理成本的同时,也为管理层带来了额外收益,这些收益包括获得、自由现金流量和攫取灰色收入几个方面。

首先,管理者可以通过实施多元化战略提高个人人力资本的价值。在市场化程度发达的国家和地区里,经理人已经成为一种职业。他们具有管理企业的知识和能力,通过经理人市场寻找合适的雇主。因此管理者会提高自己的人力资本做出努力。在多元化经营中,由于经理人员拥有投资新项目的机会,他们可以通过管理情况复杂的企业快速积累管理经验,锻炼管理能力,从而提高自己的管理才能,使个人的价值得到提升。

第二,经理人员通过投资多元化建立壁垒,防范个人风险。很多情况下公司的管理者具有自己的专业特长,因此他们会做出让所在公司进入自己专业的行业的决策。在这种情况下,管理者对于公司的不可替代性增强,公司股东为了多元化项目的顺利进行和公司的价值会更加依赖于当前的管理者,他们在考虑更换公司管理层的时候就会更加慎重。于是投资于自己擅长的项目成为经理人员防止被更换、保护自身利益的重要手段。Shleifer 和 Vishny (1989)认为,实施多元化经营的战略可以使管理者成为公司不可替代的资源。这种在公司中通过多样化经营获得垄断性才能的状况也是管理层实施多元化的收益之一^[5]。

第三,多样化经营战略为管理者带来更多的现金收入。当企业投资于新的项目时会产生巨大自由现金流时,此时股东和管理层就会公司报酬政策产生严重冲突。自由现金流指以低于资本成本收益率进行投资的现金流量。自由现金流假说认为管理层把自由现金流用于投资,损害了股东的利益。为了得到对自由现金流的控制权,管理层会尽量减少利润分配,利

用自有现金流满足自己的利益。在目前多数上市公司经理阶层缺乏有效的利益实现机制的情况下，多元化成了经理层创造个人财富的有效手段。很多管理层的经理人利用职务的便利从新的多元化项目中套取现金，攫取股东的财富。

2.3 管理层激励对多元化的影响

Barney (2002) 认为由于在经理人员和外部股东之间存在代理问题，组织和实施多元化战略就被看作是建立一些监控和约束机制的过程，来确保公司的决策符合外部股东的利益。这些监控和约束机制包括：组织结构、管理控制系统和薪酬政策等。在公司存在制度真空的环境下，作为代理人的管理层可以通过形成公司战略的方式来提高自己的利益，与形成填补制度缺陷相关的机制，这种机制代表了可能造成制度缺陷的管理层次上的战略（并不是公司层面的）。从这个角度而言，有敌意的公司制度环境会在代理者的层面发生作用，并且能够大程度的通过代理者的自利动机形成公司战略^[9]。

治理机制的约束使得管理层在获得私人利益时也要付出成本，但是 David. J.Denis、Diane. K.Denis 认为管理者从多元化中获得的私人利益要超过他们的私人成本，因为他们可以获得与管理一个更大的公司相关的特权，并且管理者的报酬是与公司的规模相关，结果即使多元化会造成股东财富的减少，管理者仍然坚持多元化策略。而且，在这种假设下，只有通过内在或外在监督机制的压力，管理者才会减少多元化。他们的结论说明，专业化并不会很自愿地在中国中普遍出现，他们还观察到多元化程度的降低与市场惩戒力量(Market Disciplinary Forces)，例如收购兼并与管理权的接管之间密切相关^[10]。

3 研究假设

委托代理理论认为公司经理层不拥有公司的剩余索取权，所以他们往往做出令自身效用最大化的经营决策，而这些决策可能潜在地降低公司的价值。Lang 和 Stulz(1994)利用 Compustat 数据库提供的数据分析了多元化对 Tobin' s Q 值的影响，结果发现 Q 值与公司多元化之间呈负相关关系^[11]。Berger 和 Ofek(1995)对 3600 多家企业在 1986 年~1991 年间的财务数据进行了分析，其研究发现多元化可以减少公司价值的 13%~15%^[12]。金晓斌等 (2002) 根据 Matsusaka (2001) 的动态匹配—搜寻模型，探讨了多元化决策与公司特质和市场激励的相互关系，认为多元化经营本身是中性的^[13]。

基于以上分析，本研究提出第一个研究假设：

假设 1：在我国制造业上市公司中，多元化经营战略没有对企业的绩效起到积极作用。

关于管理层持股对于多元化经营的影响，国外的一些研究表明作为一种激励形式，管理层的持股可以减少经理人的逆向选择，从而降低多元化程度。因为如果经理人持有股份增加，他就要更多地承担公司价值缩减的成本，因此他们会尽可能地采取防止股东价值减少的公司策略。所以根据委托代理理论，如果多元化战略是会减少股东价值的，那么经理人持有股份的比例和他们采取多元化策略是负相关的。Liebeskind and Opler (1984) 发现因为私营企业的代理成本低于上市公司，私营企业的多元化程度也低于上市公司。其结论表明当管理者的持股比例很高时，其利益取向与股东利益有着较强的一致性，多元化程度也就较低^[14]。

基于以上分析，本研究就管理层持股与多元化经营提出第二个研究假设：

假设 2：在我国制造业上市公司中，管理层持股比例与多元化经营水平存在负相关的关系。

在管理者薪酬与多元化关系方面，Rose 和 Shepard（1997）认为经营者报酬与企业多元化之间存在正相关的关系。他们的研究结果显示，那些来自在两个领域内进行经营的企业的 CEO 的报酬（包括薪水和奖金）比在单一市场经营且不实施多元化战略的企业的 CEO 的报酬高出 13%。对此，他们给出的解释是：多元化企业的管理比单一经营的企业更困难，需要 CEO 具有更高的能力与之匹配；CEO 会通过多元化产生“隧道效应”^[15]。同时，张俊瑞、赵进文和张建（2003）则认为管理层报酬与多元化之间存在显著的正相关关系。孙进军、吴永建（2006）以 2003 年沪市、深市的制造业上市公司为样本来研究经营者报酬，研究结果显示公司业绩与管理者报酬间有着明显的正相关关系，公司业绩与经营者报酬间存在着显著的正相关，表明了我国上市公司中的经营者报酬产生了有效的激励作用^[16]。

基于以上分析，本研究提出第三个研究假设：

假设 3：在我国制造业上市公司中，管理层薪酬激励与多元化经营水平存在正相关的关系。

4 研究方案的设计

4.1 数据来源和样本选择

本研究选取沪市制造业企业，以 2001 至 2004 年作为研究期限，得到观测点总数为 745。数据来源为上市公司年报，深圳市国泰安信息技术有限公司开发的 CSMAR 数据库和中国经济研究中心 CCER 数据库。计算行业个数时以中国国民经济行业分类标准(SIC)为依据，SIC 把经济活动划分为门类、大类、中类、小类 4 级，采用层次编码，形成 4 位数的产业识别码。为了突出不同多元化程度上市公司中管理层激励的特征，本研究根据样本的多元化水平对样本进行分组并分别做出检验。分组标准为：将进入行业个数大于 5 的企业作为高度多元化组，进入行业数小于 5 的样本作为低度多元化组。

4.2 变量设计

1. 实验变量

以上市公司进入的行业数（DIVER）衡量多元化程度，考察多元化经营对于公司业绩的影响和实施多元化战略对管理层薪酬的影响。在研究管理层持股对多元化的影响方面，本研究以上市公司前三名高管持股比例（TMSH）表示管理层的持股情况。同时，由于中国很多上市公司中的 CEO 掌握着公司的实际控制权，在多元化决策方面有着直接的执行力，为了考察这种情况，本研究也将总经理的持股比例（CEOSH）作为一个实验变量，与公司前三名高管持股比例（TMSH）的回归结果进行比较分析。鉴于我国薪酬体系建设尚不完善，管理层持股比例较低，本研究将管理层持股比例乘以 100 后作为实验变量，与多元化程度进行回归。

2. 控制变量

对控制变量的选择基于现有的相关研究并考虑了中国股市的实际情况。首先，上市公司的规模是需要我们关注的，资产规模大的企业往往更有能力采取多元化。在这里，我们以上市公司总资产的自然对数（LNATA）控制规模差异对上市公司多元化水平可能的作用。其次，设置哑变量 Yeari 衡量上市公司的上市时间，我国很多上市公司随着上市年限的增长，多元

化的程度也在提高、盈利能力也在发生变化。本研究中的样本公司上市时间在 1993-1998 年之间，如果为当年上市， $Year_i$ 取 1；非当年上市则取 0。由于样本的上市时间分布于 8 个年份，因此本研究设置了 7 个年度虚拟变量。再次，DTA 是上市公司财务杠杆，即资产负债率，我们以此考察公司的资本结构对被解释变量的影响。第四，上市公司的盈利能力也影响着多元化水平和管理者报酬，本研究以上市公司主营业务利润率作为衡量盈利能力的控制变量。最后，本研究用上市公司中独立董事人数 (INNUM)、上市公司董事会中委员会设立总数 (COMM)、董事长和总经理两职合一情况 (DUAL) 作为公司治理方面的控制变量，以控制治理机制对于管理层行为的影响。

3. 被解释变量

本研究用上市公司的净资产报酬率 (ROE) 代表上市公司的绩效，验证第一个假设，多元化水平对于上市公司绩效的影响。以上市公司进入的行业数作为对于其多元化程度的衡量，本研究以公司进入的 4 位 SCI 行业作为进入行业的判断标准。用上市公司前三名高管报酬总和的自然对数 (LNTMC) 代表管理层的薪酬激励

表 3.1 研究变量一览表

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	CEO持股	CEOSH	上市公司中总经理的持股比例*100	
		高管层持股	TMSH	上市公司前三名高管持股比例*100	
		多元化程度	DIVER	上市公司进入的行业个数	
	控制变量	资本结构	DTA	上市公司财务杠杆，即资产负债率	
		公司规模	LNTA	上市公司总资产的自然对数	
		盈利能力	MYR	上市公司主营业务利润率	
		外部监督	独立董事人数	INNUM	上市公司中独立董事人数
			委员会设立总数	COMM	上市公司董事会中委员会设立总数
		上市时间	$YEAR_i$	哑变量，当年上市的取1；非当年上市的取0。	
		两职设置状况	DUAL	哑变量，董事长和总经理两职合一取1；否则取0。	
被解释变量	净资产报酬率	ROE	上市公司的净资产报酬率		
	多元化程度	DIVER	上市公司进入的行业个数		
	高管报酬总和	LNTMC	上市公司前三名高管报酬总和		

资料来源：作者整理设计(其中 $i=1, 2, \dots, 7$)。

4. 3 研究模型

本研究选取了时间跨度为 4 年 (2001-2004) 的面板数据，且分析重点在于多元化战略与管理层激励之间的关系。模型的具体形式如下所示：

模型 1:

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 \times DIVER + \beta_2 \times DTA + \beta_3 \times LNTA + \beta_4 \times INNUM + \beta_5 \times COMM + \beta_6 \times DUAL + \beta_7 \times Year_i + \varepsilon$$

模型 2:

$$DIVER = \beta_0 + \beta_1 \times CEOSH + \beta_2 \times DTA + \beta_3 \times LNTA + \beta_4 \times INNUM + \beta_5 \times COMM + \beta_6 \times Year_i + \beta_7 \times ROE + \beta_8 \times DUAL + \varepsilon$$

模型 3:

$$DIVER = \beta_0 + \beta_1 \times TMSH + \beta_2 \times DTA + \beta_3 \times LNTA + \beta_4 \times INNUM + \beta_5 \times COMM + \beta_6 \times Year_i + \beta_7 \times ROE + \beta_8 \times DUAL + \varepsilon$$

模型 4:

$$TMC = \beta_0 + \beta_1 \times DIVER + \beta_2 \times DTA + \beta_3 \times LNTA + \beta_4 \times INNUM + \beta_5 \times COMM + \beta_6 \times Year_i + \beta_7 \times ROE + \beta_8 \times DUAL + \varepsilon$$

模型 5:

$$DIVER = \beta_0 + \beta_1 \times TMC + \beta_2 \times DTA + \beta_3 \times LNTA + \beta_4 \times INNUM + \beta_5 \times COMM + \beta_6 \times Year_i + \beta_7 \times ROE + \beta_8 \times DUAL + \varepsilon$$

5 实证结果及分析

5.1 高度多元化样本回归结果分析

由于在多元化指标本身存在角度的讨论，本文基于自己的研究角度定义了多元化程度，为了使得研究更加深入，我们尝试对样本进行有效的分组，具体而言，我们将跨行业超过 5 个的多元化公司定义为高度多元化的公司，其它的为低度多元化样本，我们分别对全样本、高度多元化和低度多元化样本展开更为细致的研究。

在高度多元化的样本中，为了更加深入了分析多元化本身对公司绩效，以及多元化对高管激励的作用，我们分别控制了资产负债率 DTA、总资产规模 LNTA 以及独立董事人数 INNUM、委员会个数 COMM 和两职兼任情况 DUAL 等公司治理变量。回归结果如表 5.1 所示。首先，使用多元化指标 DIVER 对表征公司 ROE 指标的回归稳健性检验表明，模型的 R 平方值为 0.289，显著的通过 F 检验，具体而言，控制变量 DTA, LNTA, 分别在 0.01 和 0.05 的水平上与 ROE 呈显著相关的关系。但是，我们所关注的指标 DIVER 无法获得我们的预期估计，其 T 值 1.892，系数为 0.205，这表明以 DIVER 为表征变量的多元化指标和以 ROE 为公司绩效的指标有显著正向的回归关系，与 Lang 和 Stulz(1994)，Aggarwal(2001)以及 Berger 和 Ofek(1995)等学者的研究结论，即认为多元化指标与公司绩效存在负向作用的观点相抵触，本研究认为这可能是由以下原因导致：1) 在高度多元化的样本中，多元化可能在一定程度上对公司绩效存在积极作用，具体而言相对于制造业样本，多元化能够导致资料的良好整合，形成稀缺性资源有效率配置的积极作用；2) 另外，不可否认我们对多元化指标的处理相对粗糙，样本本身可能存在时间序列上的统计误差；3) ROE 指标在象征公司绩效上存在一定的瑕疵，因为按照 CSRC 的在融资要求，ROE 指标及其容易通过盈余管理的方式被操纵，为此它在解释力上存在欠缺；4) 在我国，很多多元化程度较高的企业都是由于公司业绩较好才进入新的行业经营，即多元化程度高的企业业绩本身就比一般的企业要好。

表 5.1 回归模型分析结果

Variable	Expected Sign	Model I	Model II	Model III	Model IV	Model V
		ROE	DIVER	DIVER	LNTMC	DIVER
DIVER	-	.205* (1.892)			.400*** (4.110)	
LNTMC	+					.492*** (4.110)
TMSH	-		.004 (.037)			
CEOSH	-			.076 (.595)		
MYR			.043 (.382)	.034 (.308)	.008 (.087)	.060 (.595)
DTA		-.331*** (-3.033)	-.016 (-.128)	.012 (.096)	-.183 (-1.888)	.067 (.609)
LNTA		.244** (2.211)	-.105 (-.872)	-.109 (-.921)	.200** (2.007)	-.216* (-1.955)
INNUM		.075 (.700)	-.069 (-.585)	-.068 (-.580)	2.142 (.036)	-.167 (-1.509)
COMM		.038 (.326)	-.205 (-1.667)	-.190 (-1.516)	.504 (.616)	-.162 (-1.430)
DUAL		-.020 (.326)	.112 (.966)	.092 (.770)	-.813 (.419)	.145 (1.382)
YEAR ₂		.174 (1.559)	.153 (1.268)	.148 (1.233)	.196** (2.025)	-.138 (-1.265)
YEAR ₃		-.106 (-.841)	.199 (1.474)	.177 (1.274)	.372*** (3.293)	-.002 (-.017)
YEAR ₄		-.305*** (-2.649)	.261** (2.157)	.268** (2.218)	-.026 (-.257)	.228** (2.053)
YEAR ₅		.004 (.033)	-.082 (-.634)	-.073 (-.584)	-.090 (-.881)	-.012 (-.104)
YEAR ₇		.027 (.240)	-.092 (-.745)	-.095 (-.771)	.101 (.981)	-.132 (-1.164)
R ²		.289	.193	.197	.474	.353
Adjusted R ²		.194	.060	.065	.383	.241
F-statistic		2.857	1.456	1.492	5.191	3.141
N		121	121	121	121	121

资料来源：作者整理设计(表中所列为 Standardized Coefficients, *, **, ***分别表示在 0.10, 0.05 和 0.01 的水平上显著(2-tailed))。

基于同一个样本，我们 Model II、Model III 和 Model V 分别报告了多个不同的高管激励指标对多元化程度的回归结果，三个模型分别在 0.01 的显著水平通过了 F 检验，其校正的 R 平方分别为 0.193、0.197、0.353，模型具有良好的拟合程度。具体而言，在 Model II 和 Model III，象征高管股权激励的变量前三面高管持股 TMSH、CEO 持股 CEOSH，均与多元化指标回归不显著。本研究的假设 2 没有得到验证。这表明在薪酬体系尚不完善的中国上市公司中，股权激励还没有成为激励和约束公司中经理人员的主要激励方式，而且现有的股权激励方式也没能够有效地发挥作用。

然而，根据 Model V 的回归统计，我们却发现，象征高管激励的指标前三名高管薪酬的自然对数 LNTMC 却和多元化指标存在显著的正向回归关系，其 T 值为 4.110，伴随概率达到 0.492。这说明与高管持股比例相比，高管薪酬水平越高，公司越容易实行多元化战略。我们甚至也可以这样认为，多元化水平越高的公司，其高管薪酬的水平也就越高。这就在一定程度上支持了本研究的第三个假设，在我国制造业上市公司中，管理层薪酬激励与多元化经营水平存在正相关的关系。分析认为，在目前中国股权激励的背景下，高管持股存在较多的机制性缺陷和公司治理问题。公司高层在很大程度上依旧依赖薪酬的激励模式，股权激励拥有的实质性激励作用较小，企业存在资本市场风险问题。由此我们可以认为，在高度多元化的公司中高管薪酬水平越高，公司越容易实现多元化，这与 Rose 和 Shepard (1997)，

张俊瑞、赵进文和张建（2003）以及孙进军、吴永建（2006）的研究结果是相一致的。

为了更加科学并且慎重地论证以上的讨论，我们使用公司多元化指标作用解释变量，与高管激励建立回归模型。Model IV在0.01的显著性水平下通过了F检验，矫正的R平方值为0.383，模型具有良好的拟合程度。从回归的结果中我们可以看到，上市公司的多元化水平Diver与公司中前三名高管报酬的自然对数LNTMC存在着显著正相关关系，T值为4.110，伴随概率达到了0.01。这就论证了我们在模型4当中的讨论结果，即的确存在多元化程度越高的公司，高管薪酬水平越高的研究结论。综合以上多个模型的回归结果，我们认为象征高管股权激励的多个指标无法和多元化指标回归显著，但是高管薪酬激励指标却存在于多元化程度互为因果的关系，这就论证了本研究中的假设。

5.2 低度多元化样本的回归结果分析

与高度多元化样本相似地，我们采用了同样的方法对多元化程度较低的企业进行了回归，回归结果如表 5.2 所示。实证研究依然从多元化对公司绩效的作用、高管层持股及 CEO 持股对多元化战略的影响以及高管层报酬与多元化战略关系三个方面进行，并且在回归的过程中我们控制了资产负债率 DTA、总资产规模 LNTA 以及独立董事人数 INNUM、委员会个数 COMM 和两职兼任情况 DUAL 等公司治理变量。首先，在多元化程度对上市公司绩效的影响方面，模型 1 的 F 值通过了显著性检验，但调整后的 R 平方的值较小，方程的拟合程度一般。表征多元化程度的指标 DIVER 与象征上市公司绩效的 ROE 没有显著的相关性，与刘力（1997）、金晓斌（2002）等学者的研究结果一致。而且我们注意到，本部分样本的数量在全样本中所占比重较大，表明在多数情况下我国上市公司所实施的多元化战略不能有效地提高公司绩效，甚至在一定程度上还对上市公司绩效起到了消极的作用（回归系数为-0.17）。这样的结果在多元化程度较低的范围内验证了本研究的第一个假设，即在我国制造业上市公司中，多元化经营战略没有对企业的绩效起到积极作用。造成这种情况的原因一般是中国制造上市公司实施多元化战略的时间较短（多数企业是在 2000 年左右才开始实施多元化策略的），经营管理的经验不足，而且多元化的效应还没能及时地显现出来。

基于以上样本，我们用 Model II、Model III 和 Model V 分别显示了多个不同的高管激励指标对多元化程度的回归结果，三个模型分别在 0.01 的显著水平通过了 F 检验，其校正的 R 平方分别为 0.04、0.032 和 0.036，模型具有较好的拟合程度。具体而言，在 Model II Model III 和 Model V 中，象征高管股权激励的变量前三面高管持股 TMSH、CEO 持股 CEOSH，象征高管薪酬激励水平的前三名高管的薪酬的自然对数 LNTMC 均与多元化指标回归不显著。研究结果与假设相反，也不能与先前的学者提出的观点相吻合。对于这种现象，本研究认为应从以下两个方面进行解释：1）股权激励指标与多元化指标回归的不显著意味着股权作为一种激励方式尚没有对管理者制定公司战略发挥作用。同时回归的结果也说明中国上市公司的报酬激励结构还不够完善，很多公司还未能充分利用长期激励这一手段来约束公司管理者的决策行为。2）本部分样本中高管薪酬指标与多元化程度的无关性说明在多元化程度较低的企业中管理层的薪酬状况对多元化战略的选择起到有效的影响，只有当多元化程度达到一定水平后高管薪酬才会对多元化战略的选择产生作用。

同样地，在以高管薪酬指标作为被解释变量的模型 4 中多元化程度与前三名高管薪酬也没有显著关系。尽管方程的拟合程度要好于其他方程（调整后 R 平方 0.213），控制变量总资产的自然对数 LNTA 和独立董事人数 INNUM 与报酬有显著的正相关关系（T 值分别为 5.353 和 4.715），但是多元化的程度与高管的报酬没有显著关系。我们认为这样的回归结果与本文的研究方法有重要的关系，作为多元化程度比较低的样本组，有大量的样本仅在 1 到 2 个行业内进行经营，基本上不具备多元化经营的特征，因此多元化的水平与高管的报酬指标没有显著关系。

由低度多元企业样本的回归结果可以看出,多元化程度较低的企业在管理层激励与多元化程度关系方面没有显著的特征。因此我们对于所有制造业上市公司样本进行的分组是有必要的。只有对样本进行有效分组,才可以深入地探讨多元化程度和其他公司变量的关系。

表 5.2 回归模型分析结果

Variable	Expected Sign	Model I	Model II	Model III	Model IV	Model V
		ROE	DIVER	DIVER	LNTMC	DIVER
DIVER	-	-.017 (-.325)			-.003 -.055	
LNTMC	+					-.003 (-.055)
TMSH	-		-.091 (-1.765)			
CEOSH	-			-.006 (-.118)		
MYR			.015 (.300)	.017 (.333)	.070 (1.496)	.035 (.668)
DTA		.017 (.315)	-.027 (-.504)	-.030 (-.565)	.000 (-.007)	-.030 (-.553)
LNTA		-.062 (-1.143)	.016 (.301)	.005 (.095)	.269*** (5.353)	-.002 (-.040)
INNUM		.081 (1.416)	-.045 (-.786)	-.030 (-.526)	.247*** (4.715)	-.017 (-.286)
COMM		-.082 (-1.433)	.078 (1.391)	.079 (1.410)	.035 (.681)	.059 (1.026)
DUAL		.158*** (3.001)	-.042 (-.817)	-.040 (-.763)	.030 (.616)	-.027 (-.500)
YEAR ₁		.008 (.146)	.026 (.487)	.034 (.646)	.030 (.606)	.034 (.626)
YEAR ₂		-.029 (-.529)	.108*** (2.027)	.113*** (2.107)	.050 (.996)	.113*** (2.057)
YEAR ₃		-.011 (-.174)	.059 (.927)	.066 (1.030)	.091 (1.527)	.054 (.810)
YEAR ₄		-.004 (-.059)	-.011 (-.185)	-.001 (-.009)	.042 (.740)	.011 (.174)
YEAR ₅		.001 (.010)	-.177*** (-3.147)	-.168*** (-2.991)	-.099* (-1.891)	-.161*** (-2.762)
YEAR ₆		.062 (.903)	-.062 (-.929)	-.062 (-.923)	-.143** (-2.278)	-.055 (-.790)
YEAR ₇		-.024 (-.356)	-.102 (-1.540)	-.104 (-1.562)	.075 (1.213)	-.112 (-1.640)
R ²		.041	.075	.067	.234	.063
Adjusted R ²		.008	.040	.032	.213	.026
F-statistic		1.233	2.151	1.914	8.109	1.692
N		619	619	619	619	619

资料来源:作者整理设计(表中所列为 Standardized Coefficients, *, **, ***分别表示在 0.10, 0.05 和 0.01 的水平上显著(2-tailed))。

6 结论和建议

6.1 本研究主要结论

(1) 高度多元化企业中,中国制造业上市公司多元化战略对于公司业绩有显著影响;而低度多元化企业中两者没有显著关系。虽然高度多元化上市公司的资产收益率较高,而且 ROE 和多元化水平也存在着正向关系,但从总体来看多元化战略的实施并没有给企业带来良好的绩效结果。本研究认为,很多多元化程度较高的企业都是由于公司业绩较好才进入新的行业经营,即多元化程度高的企业业绩本身就比一般的企业要好。而对于更多的上市公司,多元化战略不能提升净资产收率的原因有三个方:首先,中国上市公司实施多元化战略的

时间较短，产生的效应还没有完全显现出来。其次，中国企业实施多元化战略的经验不足，尽管已经进入了新的行业，但是还不能有效地驾驭多元化经营的企业。第三，中国的市场化程度尚不健全，多元化战略的实际效果不能在财务数据上反映出来。

(2) 中国制造业上市公司中管理层以及 CEO 的持股比例与多元化水平没有关系。尽管国际上有很多研究都表明当给予管理者更多的股权时可以有效降低代理成本，从而减少为个人私利而实施的多元化战略的发生，但是在中国企业中这种现象还不明显。造成这种现象的主要原因是在中国上市公司中股权激励的手段使用并不是很多，大部分企业中管理者的持股比例都处于较低的水平。样本的统计结果表明，所有样本中前三名高管的持股比例均值为 0.0226%，最大值为 0.314%；进入行业数在 5 以上的样本中前三名高管的持股比例均值略高，但也仅为 0.0264%。

(3) 中国制造业上市公司中管理层薪酬与多元化水平之间存在正向关系。管理者薪酬和多元化水平的正向关系通过了 1% 显著性水平下的检验，上市公司的多元化水平越高，管理者得到的现金报酬越高。这是因为在上市公司所有者缺位，治理机制的监督力弱化的情况下，管理者会利用制度真空通过实施多元化战略增加个人收入。同时，模型 5 的结果显示，管理者报酬高的企业多元化的水平也较高，因为多元化企业的经营较单一经营的企业复杂，管理多元化企业需要管理者具有较高的能力，因此多元化企业中的管理者得到的报酬也高于多元化程度的企业。

(4) 中国上市公司中报酬体系的建设尚不完整。通过描述性统计可以看出，中国制造业上市公司中的激励方式仍主要以短期激励为主，作为长期激励形式的股权激励非常有限。所有样本中，前三名高管的持股比例平均为 0.0255%，CEO 持股比例的平均值为 0.00249%；而管理者报酬的平均值为 379518.3。实证研究的结果也表明这种缺乏长期激励的报酬体系不能很好地控制代理成本，在解决所有者与经理层利益取向的问题未能发挥有效的作用。

6.2 进一步的研究方向

(1) 考虑多元化类型对管理层激励的影响。

公司的决策者在实施多元化战略的时候同时也考虑到多元化的实施方式，如相关多元化和非相关多元化。而目前也确有学者在管理者激励与不同类型的多元化战略的关系方面做出了一些探索。本研究只考虑了多元化的水平而没有进一步对多元化的进入方式进行研究，因此这将是今后进一步深入研究的方向所在。

(2) 研究不同行业的上市公司管理者激励与多元化经营的特征。

由于时间有限，本研究仅将研究范围固定为中国沪市制造业上市公司，故样本不能很好地代表其他行业的情况。在以后的研究中，我们将扩大样本的范围，在更多的行业中检验本研究提出的假设。

6.3 对策和建议

(1) 中国上市公司应当更加理性地对待多元化战略。多元化战略在提升公司价值方面并没有发挥明显的作用，其原因是多方面的。本研究人为造成这一现象的主要原因是多元化经营的经验不足和管理层实施多元化的动因与股东利益不一致。因此中国上市公司应分析自身企业实施多元化的动机，避免出现一味采取多元化战略的误区。

(2) 完善上市公司中对于管理层报酬激励体系，在继续发挥薪酬激励的作用的同时优化股权结构。本研究的结果表明中国上市公司中报酬结构不尽合理，多数公司把更多的注意力都放在了短期激励上，而没有很好的关注长期激励。为了有效地激励和约束本公司的管理者，并使管理层能够尽可能为了股东利益的最大化采取行动，公司必须要更多地考虑长期激励的计划，在继续发挥端起激励作用的基础上结合股权、期权以及企业年金等长期激励方式，加强对管理层的有效控制。

(3) 加强公司治理机制的建设, 发挥公司治理要素在多元化决策中对管理者的激励作用。公司治理结果的不断完善和公司治理机制的形成对于控制管理层的道德风险有着重要的作用。在多元化战略选择方面, 如果上市公司拥有较稳完善的董事会结构, 董事会各委员会和外部董事都能有效地发挥作用, 必然会很好地控制管理者通过多元化的实施获取个人私利的动机。因此, 上市公司有必要致力于完善公司治理结构的建设, 并通过对制度有力的执行发挥公司治理的作用, 以免出现“重结构, 轻机制”的现象。

参考文献

- [1] Jensen M. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers [J] . American Economic Review .1986.76(2):323-329.
- [2] Stulz R. Managerial Discretion and Optimal Financing Policies [J] . Journal of Financial Economics ,1990,26(1):3-27.
- [3] Jensen M, K Murphy. Performance Pay and Top Management Incentives [J] . Journal of Political Economy, 1990,98(2):225-264.
- [4] Amihud Y, B Lev. Risk Reduction as a Motive for Conglomerate Merger [J] . Bell Journal of Economics, 1981,12(2):605-617.
- [5] Shleifer A, R Vishny. Management Entrenchment. The Case of Manager-Specific Investments [J] . Journal of Financial Economics, 1989,(25):123-140.
- [6] Morck R, Shleifer A, Vishny R W. Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions? [J] . Journal of Finance, 1990, (45):31-48.
- [7] Dennis D J, Denis D, A. Sarin, Agency problems, equity ownership and corporate diversification [J] . Journal of Finance, 1997,(52):135-160.
- [8] Aggarwal R, A. Samwick. Why do managers diversify their firms? Agency reconsidered [J] . Journal of Finance, 2003,(58):71-118.
- [9] Hill C W L., Hoskisson R E. Strategy and Structure in Multiproduct Firms [J] . Academy Of Management Review, 1987, (12):331-334.
- [10] Dennis D J, Denis D, A Sarin. Agency problems, equity ownership and corporate diversification [J] . Journal of Finance, 1997,(52):135-160.
- [11] Lang L, R Stulz. Tobin's q, corporate diversification, and firm performance [J] . Journal of Political Economy, 1994,(102):1248-1291.
- [12] Berger Philip G, Eli Ofek. Diversification's effect on firm value [J] . Journal of Financial Economics, 1995(37):39-65.
- [13] 金晓武, 陈代云, 路颖等. 公司特质、市场激励与上市公司多元化经营 [J] . 经济研究, 2002(9).
- [14] Liebeskind Julia P, and Tim C Opler. Corporate diversification and agency cost: Evidence from privately held firms, Working paper, Ohio State University, 1984
- [15] Rose N L., Shepard A. Firm Diversification and CEO Compensation: Managerial Ability or Executive

Entrenchment? [J] .RAND Journal of Economics, 1997, 28(3):489-517.

[16] 孙进军,吴永健.企业多元化、公司业绩与经营者报酬 [J] .技术经济与管理研究,2006,(2):41.

The Influence of Management Compensation on Diversification in Chinese Listed Companies

Wang Lei¹ Xue Youzhi² Li guodong³

(1. The Research Center of Corporate Governance , Nankai University, Tianjin 300071, China ;2. The Research Center of Corporate Governance , Nankai University, Tianjin 300071, China ;3. The Research Center of Corporate Governance , Nankai University, Tianjin 300071, China)

Abstract: Based on the agent-principle theoretical framework, we test the impact of management compensation on diversification strategy. Empirical research presents the following results. Firstly, the management compensation of the low diversified manufacturing listed companies has no significant influence on diversification strategy. However, the diversification strategy of the high diversified manufacturing listed companies also has no significant influence on firm performance. The CEO and management holding share also have no relation with the diversification strategy. Secondly, the management compensation has positive correlation with the diversification, for more detail. So we can conclude that the Chinese listed companies should reasonably construct their management compensation system thus achieving the effective constraint result, and we should also emphasize the enhancement of corporate governance thus preventing the moral risk behaviors of top management.

Key words: diversification; management Incentive; corporate governance; corporate performance

收稿日期: 2007-5-10

基金项目: 教育部人文社会科学重点研究基地重大项目“上市公司多元化经营与公司治理互动关系研究”。

作者简介: 王磊 (1983-), 天津人, 南开大学公司治理研究中心硕士研究生。

薛有志 (1965-), 吉林集安人, 南开大学商学院副院长、教授、博士生导师。

李国栋 (1983-), 山东曹县人, 南开大学公司治理研究中心博士研究生。