

社会连接视角下的“中国式”内部人控制问题研究*

郑志刚^{1,2} 刘小娟¹ 张浩¹ 侯文轩^{3,4}



(1. 中国人民大学财政金融学院,北京 100872;

2. 中国人民大学中国财政金融政策研究中心,北京 100872;

3. 爱丁堡大学商学院,英国爱丁堡,EH8 9JS;

4. 上海立信会计金融学院金融学院,上海 201209)

内容提要:本文利用 2007—2018 年中国上市公司数据,实证考察了董事长和总经理二者同乡关系所形成的社会连接对我国上市公司内部人控制的影响。研究表明,董事长和总经理二者之间的同乡关系将使包括董事长和总经理在内的高管薪酬显著增加,但显著增加的薪酬并没有与绩效挂钩,因而增长的薪酬在一定意义上演化为损害外部股东利益的“超额薪酬”,成为外部分散股东不得不承担的特殊代理成本。与此同时,上述社会连接的存在显著降低了董事长及总经理的更迭概率,使董事长主导下的内部人控制格局趋于稳定。因而,原本用来加强信任的社会连接蜕化为上市公司加强内部人控制的工具。而上述基于社会连接所形成的以董事长为中心的“内部人控制”与欧美分散股权结构下以经理人为核心的“内部人控制”不同,本文称之为“中国式”内部人控制。本文由此以董事长和总经理二者之间的同乡关系为例,从社会连接的视角揭示我国一些上市公司存在“中国式”内部人控制的社会原因,同时为我国上市公司存在任人唯亲的董事会文化提供了新的证据。

关键词:社会连接 内部人控制 同乡关系 薪酬 离职

中图分类号:F272 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2021)03—0098—15

一、引言

传统的内部人控制是指在公司高度分散的股权结构下,受到持续股权激励的经理人的实际控制地位很难被外部接管撼动而形成的盘踞(Morek 等,1988)^[1]。内部人控制下的上市公司以损害股东利益为代价谋求内部人私人收益,成为英美公司分散股权结构下典型的代理问题。发生在中国资产市场的、与之形成鲜明对照的内部人控制表现出以下特征,一方面,股权远没有达到英美国家类似的高度分散程度,甚至存在着持股比例并不太低的第一大股东;另一方面,在股权激励计划并不普遍的中国资本市场,董事长持股的比例十分有限,甚至不持股。在此背景下,一些上市公司的董事长依然形成了与英美公司经理人类似的“盘踞”,诸如持股比例并不高的董事长通过同乡、同学关系等社会连接建立了稳定的管理层团队,长期盘踞在公司内部,即使公司业绩江河日下,公司管理层却依然拿着高薪厚禄高枕无忧。为了与传统的股权高度分散下的内部人控制问题加以区

收稿日期:2020-11-02

* 基金项目:国家自然科学基金面上项目“任人唯亲的董事会文化与独立董事更迭的‘逆淘汰’”(71472177)。

作者简介:郑志刚,男,教授,经济学博士,研究领域是公司治理,电子邮箱:zhengzhigang@ruc.edu.cn;刘小娟,女,博士研究生,研究领域是公司治理,电子邮箱:joyce_liuxj@ruc.edu.cn;张浩,男,博士研究生,研究领域是公司治理,电子邮箱:zhanghao_sf@ruc.edu.cn;侯文轩,男,教授,经济学博士,研究领域是公司金融,电子邮箱:wenxuan.hou@ed.ac.uk。通讯作者:刘小娟。

分,本文把发生在中国资本市场制度背景下,在一些尽管存在持股比例相对较大的股东的企业中出现的,以持股比例并不高、甚至不持股的董事长为核心的内部人控制问题称为“中国式”内部人控制(郑志刚,2018)^[2]。本文试图从社会连接的视角揭示“中国式”内部人控制的社会根源。

社会连接指的是基于亲缘(由血缘和姻亲关系结成的亲戚)、地缘(同乡)和业缘(曾经的同事)等所形成的人和人之间与普通人相比更为亲密的关系(Westphal,1999^[3];Fisman等,2018^[4];张祥建等,2015^[5])。而董事长与总经理之间的同乡关系是上市公司董事之间各种复杂社会连接中具有典型性和代表性的一种。本文以董事长与其主导下任命的总经理二者之间的同乡关系所形成的社会连接为例,实证考察了社会连接在“中国式”内部人控制问题形成过程中的独特作用。

本文可能的边际贡献表现在如下两个方面:第一,从社会连接的视角揭示了我国一些上市公司存在“中国式”内部人控制问题的社会根源,为中国资本市场制度背景下内部人控制问题的存在提供了直接的经验证据。第二,不同于以往文献强调社会连接在增强信任、减缓信息不对称等方面的积极作用,本文研究表明,以往用来增强信任、减缓信息不对称等的社会连接也会演变成加强内部人控制的工具。

二、理论分析与假设发展

1. “中国式”内部人控制问题形成的制度根源

内部人控制是公司治理关注的重要议题。传统上,内部人控制问题源于股东所有权与经理人经营权(实际控制权)的分离,以及在此基础上所产生的信息不对称,公司治理理论和实践对于内部人控制问题的研究往往以委托代理问题作为切入点。在职消费(Jensen和Meckling,1976)^[6]、过度投资(Jensen,1993)^[7]和经理人超额薪酬(方军雄,2012)^[8]等问题不仅被以往文献认为是代理问题的体现,更是内部人控制问题存在的表征。青木昌彦(Aoki)(1995)^[9]将转轨国家私有化过程中出现的、国有企业谋求私人收益的行为同样定义为内部人控制,在国有企业中,尽管存在持股比例很高的控股股东,但由于股权泛化(王韬和李梅,2004)^[10]和所有者缺位(陈湘永等,2000)^[11],高管掌握了企业的实际控制权,为了谋求私人收益,成为损害股东利益的“内部人”。

“中国式”内部人控制与传统意义上的内部人控制问题存在较大差异。概括而言,二者的差别可以总结为以下三个方面:其一,中国上市公司存在着持股比例并不太低的第一大股东,但第一大股东较高的持股比例并没有形成对内部人控制的抑制和制衡;其二,由于股权激励计划在中国资本市场并不普遍和流行,内部人持股的比例有限,远没有达到外部接管无法撼动其实际控制地位的盘踞程度;其三,在英美模式下作为董事会召集人且与其他董事具有相同投票权的董事长,在中国资本市场的制度和文化背景下实际上履行的是英美公司治理模式下CEO的角色,而中国上市公司的CEO则很大程度上蜕化为董事长的“行政助理”(Firth等,2006)^[12]。因此,中国资本市场表现出董事长而不是总经理是内部人控制格局的核心。对于“中国式”内部人控制问题的形成至少可以从以下三方面去探寻制度根源。

第一,金字塔控股结构使得最终控股股东对管理团队的约束力下降。按照现代产权理论(Grossman和Hart,1986^[13];Hart和Moore,1990^[14]),股东因享有剩余索取权和剩余控制权而成为公司治理的权威,而管理团队在法律上向股东负有忠诚和勤勉义务。对于金字塔控股结构的企业,以董事长为首的管理团队往往仅向直接控股的上一级大股东负责,至于处于金字塔结构顶端的最终控股股东和分散股东的权益如何保障,往往并不在这些高管的考虑之列。金字塔式控股结构的存在延长了委托代理的链条,使得以董事长为首的高管团队行为难以受到最终控股股东的直接而有效的监督,监督的缺失导致了高昂的代理成本(陈湘永等,2000^[11];钟海燕等,2010^[15]),表现为高管薪酬契约有效性下降、关联交易增加、信息扭曲程度增大(刘慧龙,2017)^[16]、盈余操纵行为增

加(戴亦一和潘越,2009)^[17]、信用风险程度增大(张瑞君和李小荣,2012)^[18]等。

第二,董事长拥有的政治关联使得大股东难以对其形成有效的制约。按照现代公司理论,股东拥有对董事长、总经理等高管的最后监督权,而当董事长、总经理等高管同时拥有政治关联,尤其是当这些政治关联对于企业融资、业务发展等具有重大意义时,股东为了保证企业平稳经营,往往会弱化对董事长、总经理等高管应有的监督,尽管他们知道公司管理层的政治关联对企业创新活动(袁建国等,2015)^[19]、投资效率(袁建国等,2015)^[19]、信息披露质量(张志平和方红星,2013)^[20]、高管薪酬契约有效性(唐松和孙铮,2014)^[21]和资源配置效率(张敏等,2010)^[22]等均有不利影响。

第三,广泛的社会连接成为“中国式”内部人控制在我国一些上市公司中出现的特殊制度因素。根据社会学的相关理论,通过亲缘、地缘或业缘等建立社会连接的个体间相同的经历将有助于双方形成近似或一致的价值观;同时,通过社会连接建立的相似的语言体系则使得彼此沟通亲切顺畅,表现为一方提出的要求和建议另一方更容易理解和接纳,双方由此可以建立稳固的信任,类似签署“一致行动人”协议(Uzzi,1999)^[23]。因此,当公司以董事长为首的内部人之间存在上述社会连接时,内部人的实际控制力将得到加强。当监管存在漏洞时,内部人控制问题更容易出现。

概括而言,金字塔控股结构、政治关联和社会连接是“中国式”内部人控制问题的三大制度根源。一方面,上市公司的实际控制人由于所有者缺位导致董事长“该管的不管”,同时也存在由于政治关联的存在导致董事长“不该管的乱管”;另一方面,所有者缺位和监督缺失,使得内部人缺乏权力的制约,而社会连接使得内部人控制格局得到进一步加强,最终导致“中国式”内部人控制问题的出现。

2. 社会连接加强“中国式”内部人控制的假设发展

基于董事长和总经理同乡关系形成的社会连接在公司治理实践中可以沿着以下两个相反方向发挥作用。一方面,社会连接用来增强董事长和总经理之间的互信,形成利益共同体,共同承担风险和面对挑战。就具体机制而言,社会连接通过更多的信息分享、建议提出(Coles等,2014^[24];刘诚等,2012^[25])和社会资源(Horton等,2012)^[26]而对公司治理产生积极影响。另一方面,社会连接成为加强内部人控制的工具,损害外部分散股东的利益,使社会连接最终蜕化为“任人唯亲”。以往的研究表明,昔日的同乡情谊和个人造福乡里的声誉,会促成在“群”中成员之间出现更多的偏袒和合谋,甚至导致“同乡会”式的群体腐败(胡珺等,2017)^[27];董事会内部的社会连接将降低董事监督的有效性(Adams和Ferreira,2007^[28];Fracassi和Tate,2012^[29]),导致公司发生更多的违规事件。

从试图揭示“中国式”内部人控制形成的社会根源出发,本文观察到社会连接建立和加强了董事长与总经理之间的信任,这种信任的直接表现是为对方提供更多的有形或无形资源,而给予董事长主导下的董事会和高管团队更高的薪酬成为董事长对总经理所提供的各项资源做出补偿的重要实现方式(Horton等,2012)^[26]。因而在董事长的默许和支持下,董事会将倾向于向包括具有同乡关系的董事和高管团队发放更高的薪酬,董事长本人也将获得丰厚的回报。

从激励的基本原理来看,只有与绩效挂钩的薪酬设计才能真正实现激励目的,因而薪酬绩效敏感性成为评价一项薪酬设计是否产生预期激励效果的重要评价标准(Holmstrom和Milgrom,1987^[30];John和Qian,2003^[31])。当股东的监督角色缺失时,高薪不但不能形成对高管的有效激励,更可能蜕变为一种利益输送的手段(Shivdasani和Yermack,1999)^[32]。如果在董事长的默许和支持下,董事会存在向包括作为同乡的董事会成员和高管成员发放更高的薪酬,以补偿总经理向董事长付出各种有形或无形资源的可能性,那么,此时增加的薪酬仅仅是一种利益交换,因而未必能带来显著增加的薪酬绩效敏感性。显著增加的高管薪酬并未与绩效挂钩,由此演化为“超额薪酬”,成为股东被迫承担的一种特殊代理成本(Brick等,2006^[33];郑志刚等,2012^[34])。这里所谓的高管超额薪酬指的是,或者由于经理人权力,或者由于任人唯亲的董事会文化,高管所获得的与绩

效并不匹配的薪酬。由于特殊的制度和背景,任人唯亲的董事会文化在我国上市公司盛行(郑志刚等,2012)^[34],包括董事长和总经理在内的董事会成员在追求“个人高薪”的同时,也是“一团和气”的董事会的拥趸,总经理与董事之间互相输送利益,彼此为对方发放高薪,从而谋求“共同富裕”的现象非常普遍。当然,总经理与董事之间互相发放高薪不只是出于上述董事会文化因素,还包括他们因彼此在对方的选聘和薪酬制定过程中发挥实质性影响而“讨好”对方。除此之外,不管是作为董事会核心成员的董事长,还是事实上担任董事长“行政助理”的总经理,他们都有能力通过董事会决策等途径影响彼此的薪酬制定过程进而影响实际薪酬水平。从上述两个意义来说,本文所关注的社会连接的当事人——董事长和总经理,他们不仅有动机而且有能力为对方发放高薪。

因此,本文提出如下假设:

H₁:董事长和总经理因为同乡关系形成的社会连接,尽管将给董事长、总经理和高管带来显著增加的薪酬,但并未提升薪酬绩效敏感性,因而社会连接下的薪酬增加演变为作为特殊代理成本的超额薪酬。

不仅如此,董事长与总经理基于同乡关系形成的社会连接将二者的利益紧紧捆绑在一起,类似于变相签署“一致行动人”协议。从同乡关系下的社会连接出发,经过搭建隐蔽的利益输送通道,董事长和总经理最终成为“一荣俱荣,一损俱损”的利益共同体。作为利益共同体的成员,董事长和总经理彼此往往不愿打破基于同乡关系的社会连接所结成的利益同盟,表现为作为利益共同体共同延长在任时间。解雇不称职的总经理无疑是董事会十分重要的职能之一(Weisbach,1988^[35];Hermalin,2005^[36]),社会连接会影响董事会的监督效率,使得总经理离职绩效敏感性降低(Hwang和Kim,2009)^[37]。在基于上述社会连接和在此基础上结成的利益共同体主导下的董事会中,即使总经理做出不利于公司发展的决策,董事长也会影响董事会使其依然难以按照程序罢免不称职的总经理,造成总经理可以获得更长的在位时间,从而加强实际控制的可能性(Weisbach,1988^[35];Hwang和Kim,2009^[37];唐松和孙铮,2014^[21])。因此,本文提出如下假设:

H₂:董事长和总经理因为同乡关系形成的社会连接将降低董事长及总经理离职的可能性,巩固了以董事长为核心的内部人控制格局。

三、研究设计

1. 模型设定和变量定义

本文围绕研究开展实证检验涉及两部分:一是社会连接对董事长、总经理等高管的薪酬和薪酬绩效敏感性的影响;二是社会连接对董事长及总经理离职概率的影响。具体而言,本文有以下的模型设定。

(1)社会连接对薪酬的影响。本文采用控制了年份和行业的固定效应模型,运用普通最小二乘法检验董事长和总经理之间基于同乡关系形成的社会连接对董事长、总经理等高管薪酬的影响,对假设H₁的前半部分进行检验。具体模型如下:

$$Compensation_{it} = \alpha + \beta_1 Social_tie_{it} + \beta_i \sum_{i=2}^9 control_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中,薪酬(*Compensation*)借鉴李四海等(2015)^[38]、杨青等(2009)^[39]、唐松和孙铮(2014)^[21]的做法,采用前三名董事薪酬的平均值(*Board_salary*)、董事长薪酬(*Chair_salary*)和CEO薪酬(*CEO_salary*)作为薪酬的代理变量。参考俞俊利等(2018)^[40],社会连接(*Social_tie*)定义为:当董事长与总经理籍贯是同一省份时,记*Social_tie*为1,否则为0。

(2)社会连接对薪酬绩效敏感性的影响。薪酬绩效敏感性是用来衡量薪酬激励是否充分的公司治理指标,当薪酬绩效敏感性较高时,意味着好的企业绩效表现背后的经理人努力付出,将以经

理人获得较高的薪酬方式实现认同,高的绩效薪酬敏感度较好地协调了股东和经理人之间的利益冲突,减少了经理人作为代理人的道德风险倾向。在(1)式所示的模型设定考察社会连接与薪酬之间关系的基础上,本文借鉴 Hwang 和 Kim(2009)^[37],以薪酬绩效敏感性作为评价标准来考察社会连接对董事长、总经理等高管薪酬激励效果的影响,对假设 H₁ 的后半部分进行检验。在(2)式描述的模型设定中,本文以会计绩效(ROA)作为决定薪酬的关键绩效指标,并加入社会连接和会计绩效的交乘项(Social_tie * ROA),通过观察交乘项的系数及其显著性来揭示社会连接对薪酬绩效敏感性的影响。同样,本文控制了年度和行业固定效应,具体模型如(2)式所示:

$$Compensation_{it} = \alpha + \beta_1 Social_tie_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 Social_tie_{it} * ROA_{it} + \beta_i \sum_{i=4}^{11} control_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

(3)社会连接对董事长、总经理更迭的影响。本文采用控制了年度和行业固定效应的 Logit 模型来考察社会连接对董事长及总经理离职概率的影响,用以检验社会连接通过降低董事长及总经理离职概率,巩固以董事长为核心的“中国式”内部人控制格局的假设。具体模型如下:

$$Change_{it} = \alpha + \beta_1 Social_tie_{it} + \beta_i \sum_{i=2}^9 control_{it} + \beta_i \sum_{i=10}^{17} CharacterVariables_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

被解释变量为董事长或经理人是否离职(Change),参考 Khanna 等(2015)^[41],采用董事长及总经理的非外在原因离职(Changein)^①作为被解释变量开展稳健性检验。借鉴经理人更迭研究相关文献(Campbell 等,2011^[42];曹廷求和张光利,2012^[43]),除了控制上述基本企业特征和治理特征变量外,本文还控制了董事长、经理人个人特征变量,包括性别、年龄和学历。

(4)控制变量。本文控制了包括公司规模(Size)、资产负债率(Leverage)、托宾 Q 值(Tobin-q)等在内的公司基本特征,以及包括第一大股东持股比例(Top1)、董事会规模(Boardsize)、独立董事比例(Independence)及企业国有性质(State)等在内的公司治理特征。相关变量定义如表 1 所示。

表 1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	计算方法
被解释变量	董事薪酬	Board_salary	ln(前三名董事平均薪酬)
	董事长薪酬	Chair_salary	ln(董事长薪酬)
	总经理薪酬	CEO_salary	ln(总经理薪酬)
	高管离职	Change	虚拟变量,当年发生董事长或经理人离职,取 1,否则为 0
	高管非外在原因离职	Changein	虚拟变量,当年发生非外在原因的董事长或经理人离职,取 1,否则为 0
解释变量	社会连接	Social_tie	虚拟变量,董事长与总经理籍贯在同一省份时取 1,否则为 0
公司基本特征变量	资产回报率	ROA	息税前利润/总资产 * 100%
	公司规模	Size	ln(总资产)
	财务杠杆	Leverage	总负债/总资产 * 100%
	托宾 Q	Tobin-q	公司市值/账面总资产
公司治理特征变量	大股东持股	Top1	第一大股东持股比例(百分比)
	董事会规模	Boardsize	ln(公司董事会人数)
	独立董事比例	Independence	独立董事数量/公司董事会人数
	产权性质	State	虚拟变量,公司实际控制人为国有公司、机构或事业单位,取 1,否则为 0

① 非外在原因离职是指不包括因退休和健康原因而发生的离职。

续表 1

变量类型	变量名称	变量符号	计算方法
高管人物特征变量	董事长性别	<i>Chari_Gender</i>	虚拟变量,董事长性别,女性取1,否则为0
	董事长年龄	<i>Chari_Age</i>	董事长年龄
	董事长学历	<i>Chair_Degree1</i>	虚拟变量,董事长学历,大学(含大专)学历取1,否则为0
		<i>Chair_Degree2</i>	虚拟变量,董事长学历,研究生及以上学历取1,否则为0
	总经理性别	<i>CEO_Gender</i>	虚拟变量,总经理性别,女性取1,否则为0
	总经理年龄	<i>CEO_Age</i>	总经理年龄
	总经理学历	<i>CEO_Degree1</i>	虚拟变量,总经理学历,大学(含大专)学历取1,否则为0
<i>CEO_Degree2</i>		虚拟变量,总经理学历,研究生及以上学历取1,否则为0	
其他变量	一线城市	<i>BSG</i>	虚拟变量,公司所在地为北京、上海或广州,取1,否则为0
	行业效应	<i>Industry</i>	行业控制变量
	年份效应	<i>Year</i>	年度控制变量

资料来源:作者整理

2. 样本、数据来源及数据处理

本文选取2007—2018年共12年间的全部A股非金融类上市公司作为基础研究样本。进一步剔除的样本包括:(1)社会连接数据缺失的样本;(2)董事长和总经理二职合一的样本;(3)家族企业样本。董事长和总经理个人信息主要来源于“国泰安(CSMAR)上市公司人物数据库”,同时通过查询万得(Wind)数据库、和讯新闻、新浪人物以及公司官网,手工收集籍贯和学历信息,补充缺失的同乡关系数据。其他财务数据和公司治理层面的数据来源于万得数据库和国泰安上市公司数据库。对于连续的财务变量,本文采用标准处理方法,按照1%和99%进行了缩尾,以避免极端值对结果的影响。

四、实证结果

1. 社会连接对薪酬的影响分析

基准回归结果列示在表2中,从中我们发现,社会连接(*Social_tie*)对高管薪酬的影响显著,这表明在董事长和总经理之间存在基于同乡关系形成的社会连接的公司,董事长薪酬、总经理薪酬和董事平均薪酬均比没有上述社会连接的公司高,支持待检验假设 H_1 的前半部分,这一结果与Hwang和Kim(2009)^[37]、Horton等(2012)^[26]等基于美国证据观察到的结果一致。

表2 社会连接对董事长、总经理等高管薪酬的影响分析

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Board_salary</i>	<i>Board_salary</i>	<i>Chair_salary</i>	<i>CEO_salary</i>
<i>Social_tie</i>	0.148*** (4.71)	0.097*** (3.20)	2.208*** (9.26)	0.151* (1.91)
<i>ROA</i>		0.036*** (11.31)	0.135*** (6.06)	0.053*** (5.56)
<i>Size</i>		0.259*** (19.68)	0.476*** (5.23)	0.233*** (7.63)
<i>Tobin-q</i>		-0.012*** (-2.84)	-0.147*** (-4.97)	-0.021 (-1.34)
<i>Leverage</i>		-0.000 (-0.45)	0.009 (1.51)	0.000 (0.09)

续表 2

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Board_salary</i>	<i>Board_salary</i>	<i>Chair_salary</i>	<i>CEO_salary</i>
<i>Top1</i>		-0.010 *** (-9.69)	-0.098 *** (-12.53)	-0.010 *** (-4.23)
<i>Boardsize</i>		0.029 *** (4.30)	-0.299 *** (-5.57)	0.025 (1.55)
<i>Independence</i>		-1.146 *** (-4.53)	-2.058 (-1.02)	-0.737 (-1.27)
<i>State</i>		-0.182 *** (-4.53)	-2.493 *** (-8.89)	-0.169 ** (-2.05)
常数项	6.250 *** (24.74)	7.070 *** (25.55)	5.001 ** (2.31)	7.385 *** (11.31)
观测值	2869	2869	2869	2869
调整 R ²	0.29	0.38	0.20	0.10
行业固定效应	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制

注:括号内为t值;***、**、*分别表示在1%、5%和10%的显著性水平下显著,下同

资料来源:作者整理

2. 社会连接对薪酬绩效敏感性的影响分析

表3展示了基于(2)式所示的模型设定的回归结果。其中第(1)列作为基准,考察了绩效与董事薪酬之间的关系。结果表明,在以董事薪酬为被解释变量的模型中,会计绩效(*ROA*)的系数在1%的显著性水平上为正,这表明,中国上市公司已经初步建立起了与绩效挂钩的薪酬评价体系。该结果与已有文献的结论一致。后3列在第(1)列基准的基础上,进一步考察了加入社会连接与绩效交乘项(*ROA * Social_tie*)的相关结果。第(2)列和第(3)列的回归结果显示,无论被解释变量是董事薪酬还是董事长薪酬,社会连接与绩效交乘项的估计系数在统计上都不显著。第(4)列的结果显示,当被解释变量为总经理薪酬时,社会连接与绩效交乘项的估计系数不仅在统计上不显著,而且符号也由正变为负。上述结果表明,基于董事长与总经理的同乡关系形成的社会连接尽管显著增加了高管的平均薪酬,但并没有带来显著增加的薪酬绩效敏感性。因而伴随上述社会连接形成的董事薪酬的提升并没有发挥应有的激励效果,一定程度上只是徒增了上市公司的管理费用,成为由股东被迫承担的代理成本。

表3 社会连接对薪酬绩效敏感性的影响分析

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Board_salary</i>	<i>Board_salary</i>	<i>Chair_salary</i>	<i>CEO_salary</i>
<i>ROA</i>	0.037 *** (11.49)	0.006 (0.99)	0.095 ** (2.14)	0.054 *** (3.14)
<i>Social_tie</i>		0.024 (0.34)	1.943 *** (3.64)	0.161 (1.47)
<i>ROA * Social_tie</i>		0.011 (1.62)	0.069 (1.19)	-0.003 (-0.16)
常数项	7.258 *** (27.03)	7.423 *** (8.59)	5.350 (1.21)	7.371 *** (11.27)

续表 3

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Board_salary</i>	<i>Board_salary</i>	<i>Chair_salary</i>	<i>CEO_salary</i>
观测值	2869	2869	2869	2869
调整 R ²	0.38	0.46	0.20	0.10
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制

资料来源:作者整理

综合表 2 和表 3, 基于董事长与总经理之间的同乡关系形成的社会连接增加了高管的薪酬, 却没有发挥薪酬增加预期的激励效果, 增加的薪酬事与愿违地“转化”为股东不得不承担的代理成本, 支持了假设 H₁。

3. 社会连接对董事长及总经理更迭的影响检验

本文按照模型(3)考察了社会连接对董事长及总经理更迭的影响, 结果列示在表 4 中。表 4 奇数列的被解释变量是董事长及总经理离职 (*Change*), 偶数列的被解释变量是董事长及总经理的非外在原因离职 (*Changein*)。表 4 第(1)列全样本的回归结果显示, 社会连接的回归系数在 1% 的显著性水平上显著为负, 这意味着董事长与总经理基于同乡关系形成的社会连接将显著降低董事长和总经理的离职概率, 稳定业已形成的内部人控制格局。从几率比的经济含义上看, 以第(1)列为例, 如果一家公司董事长和总经理之间存在基于同乡关系形成的社会连接, 则该公司董事长和总经理离职的概率仅为没有上述社会连接的公司的 74.4%, 形成稳定控制的可能性更大。以非外在原因离职为被解释变量的结果列示在表 4 的偶数列中, 相关结论与奇数列保持一致。以上结果共同支持了假设 H₂。

表 4 社会连接对董事长、总经理离职的影响分析

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	全样本		SOE		Non-SOE	
	<i>Change</i>	<i>Changein</i>	<i>Change</i>	<i>Changein</i>	<i>Change</i>	<i>Changein</i>
<i>Social_tie</i>	-0.295 *** (-3.08)	-0.271 *** (-2.79)	-0.164 (-1.41)	-0.143 (-1.19)	-0.879 *** (-3.30)	-0.847 *** (-3.15)
几率比	0.744 ***	0.762 ***	0.849	0.867	0.415 ***	0.429 ***
常数项	1.458 (1.51)	1.820 * (1.85)	2.471 ** (2.18)	2.943 ** (2.56)	-0.425 (-0.19)	0.156 (0.08)
观测值	2866	2866	2259	2259	592	580
伪 R ²	0.0644	0.0661	0.0659	0.0686	0.143	0.146
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制

资料来源:作者整理

按照企业性质的分样本结果显示, 社会连接稳定内部人控制格局的现象在非国有企业中, 即第(5)列和第(6)列, 更为显著且系数更大, 这表明社会连接在稳定内部人控制格局方面, 国有企业和非国有企业存在差异。几率比结果表明, 在非国有企业中, 如果一家公司董事长和总经理之间存在

基于同乡关系形成的社会连接,则该公司董事长和总经理离职的概率仅为没有上述社会连接的公司的 41.5%,社会连接的内部人控制角色更为显著;而在国有企业中,社会连接的系数在统计上不再显著,本文认为这与国有企业董事长和总经理自上而下的“行政任命”有很大关系。本文因而提示,在研究“中国式”内部人控制时,不可忽略企业产权性质的影响。

结合上一节,本文的研究结果表明,董事长与总经理之间基于同乡关系形成的社会连接,一方面将导致主导公司决策的董事长向包括同乡总经理在内的高管发放并没有与绩效挂钩的超额薪酬;另一方面,作为获得超额薪酬的回报,上述社会连接反过来有助于维护以董事长为中心的内部人控制格局,降低董事长和总经理的离职概率。原本用来增强信任和缓解信息不对称的社会连接,由此演变为加强“中国式”内部人控制的工具。

五、拓展性检验

1. 社会连接与高管超额薪酬

上文结果表明,基于同乡关系形成的社会连接将带给包括董事长和总经理在内的高管显著增加的薪酬,但显著增加的薪酬并没有与绩效挂钩,甚至以企业亏损为代价,因而增长的薪酬一定程度上演化为损害外部股东利益的“超额薪酬”,成为外部分散股东不得不面对的特殊代理成本(Brick等,2006^[33];郑志刚等,2012^[34])。基于此,本文将直接考察社会连接与董事长、总经理超额薪酬之间的关系。参考方军雄(2012)^[8],本文采用管理者薪酬减去应得薪酬衡量管理者超额薪酬,应得薪酬通过以下模型拟合。具体而言,首先用样本数据估计出(4)式各个变量的系数,然后再按照每个公司当年各个变量的具体数值计算得到相应的应得薪酬(*Expected salary*):

$$Salary_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ROA_{it} + \alpha_2 size_{it} + \alpha_3 Leverage_{it} + \alpha_4 Boardsize_{it} + \alpha_5 State_{it} + \alpha_6 Duality_{it} + \alpha_7 Shaha_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$Expectedsalary_{it} = \widehat{Salary}_{it} \quad (5)$$

其中,*ROA*为资产回报率;*Size*为公司规模的自然对数;*Leverage*为资产负债率;*Boardsize*为董事会规模;*State*为公司产权性质虚拟变量,国有企业为1,否则为0;*Duality*为两职合一虚拟变量,如果公司总经理与董事长两职合一则为1,否则为0;*Shaha*为管理者持股比例;回归中控制了年度固定效应和行业固定效应。将实际的管理者薪酬减去预期的应得薪酬,得到非预期的高管薪酬水平,即超额薪酬水平。即:

$$salary_{it} = Salary_{it} - Expectedsalary_{it} \quad (6)$$

在获得超额薪酬的基础上,本文用(1)式进行了回归,相关结果列示在表5中。表5的第(1)列和第(2)列是以董事长超额薪酬作为被解释变量的结果,第(3)列和第(4)列是以总经理超额薪酬作为被解释变量的结果。

表5 社会连接与高管超额薪酬

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Over_Chair_salary</i>	<i>Over_Chair_salary</i>	<i>Over_CEO_salary</i>	<i>Over_CEO_salary</i>
<i>Social_tie</i>	2.159*** (9.08)	2.190*** (9.19)	0.148* (1.89)	0.151* (1.91)
常数项	-2.323* (-1.81)	-0.350 (-0.16)	-0.130 (-0.60)	-0.307 (-0.47)
观测值	2869	2869	2869	2869
调整 R ²	0.06	0.13	0.01	0.02

续表 5

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Over_Chair_salary</i>	<i>Over_Chair_salary</i>	<i>Over_CEO_salary</i>	<i>Over_CEO_salary</i>
控制变量	不控制	控制	不控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制

资料来源:作者整理

第(1)列和第(2)列显示,社会连接将显著提升董事长超额薪酬;第(3)列和第(4)列显示,社会连接将显著提升总经理超额薪酬,该结果与预期保持一致。

2. 社会连接导致“中国式”内部人控制的影响机制分析

传统的内部人控制源于股权分散,而从中国公司治理的实践而言,无论国有企业还是非国有企业,都存在着持股比例并不低的第一大股东,那么为何第一大股东对高管通过社会连接形成内部人控制,进而谋求私人收益的行为视而不见?为何第一大股东无法发挥监督职能呢?基于此,本文通过两方面开展机制分析和检验,一是社会连接将减少董事会出具否定意见的可能性;二是社会连接将降低聘任声誉卓著的会计师事务所的可能性。

(1)影响机制之一:减少董事会出具否定意见的可能性。上市公司董事的主要职责是监督、评价管理层,以维护全体股东的利益(Schwartz-Ziv 和 Weisbach,2013)^[44]。参与董事会议案的讨论、行使投票权,尤其是投非赞成票是董事发挥监督职能、约束高管行为的重要机制(叶康涛等,2011)^[45]。不难理解,董事长与总经理之间基于同乡关系所建立的社会连接将强化董事长“一言堂”局面,削弱董事会中原本应有的“反对声音”,最终导致以董事长为核心的“中国式”内部人控制格局形成。

本文按照叶康涛等(2011)^[45]和杜兴强等(2017)^[46]的方法,构建了模型(7)来考察社会连接是否通过影响董事会出具否定意见,进而导致内部人控制格局的形成。

$$Vote_num_{it} = \alpha + \beta_1 Social_tie_{it} + \beta_i \sum_{i=2}^9 control_{it} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

在(7)式所设定的模型中,被解释变量为董事会投非赞成票的数量(*Vote_num*)^①,解释变量是董事长与总经理之间是否存在社会连接(*Social_tie*),控制变量与模型(1)保持一致。回归结果列示在表6的第(1)列和第(2)列中。以第(2)列为例,在控制了其他相关因素后,社会连接(*Social_tie*)的系数在5%的显著性水平上为负,表明社会连接降低了董事投非赞成票的数量,董事会中应有的“反对的声音”被削弱。以上结果意味着社会连接通过削弱董事会出具否定意见,为内部人控制格局的形成创造了条件。

表 6 机制分析

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>Vote_num</i>	<i>Vote_num</i>	<i>BigFour</i>	<i>BigFour</i>	<i>BigFour</i>
<i>Social_tie</i>	-0.100* (-1.89)	-0.104** (-1.96)	-0.106*** (-7.85)	-0.054*** (-4.74)	-0.017* (-1.91)
常数项	0.206*** (7.06)	0.660 (0.76)	0.207*** (19.91)	-2.665*** (-24.75)	-0.058 (-0.39)
观测值	2868	2868	2868	2868	2775
调整 R ²	0.38	0.39	0.12	0.38	0.91
控制变量	不控制	控制	不控制	控制	控制

① 本文首先下载了样本期内上市公司的董事会决议文件,然后通过董事会决议文件整理了董事投非赞成票的数量。

续表 6

变量	(1) <i>Vote_num</i>	(2) <i>Vote_num</i>	(3) <i>BigFour</i>	(4) <i>BigFour</i>	(5) <i>BigFour</i>
行业固定效应	控制	控制	控制	控制	公司固定效应
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制

资料来源:作者整理

(2)影响机制之二:降低聘任声誉卓著的会计师事务所的可能性。股东与管理层之间的信息不对称既是现代股份公司所有权经营权分离、专业化分工的结果,也是形成内部人控制问题的制度根源(Jensen和Meckling,1976)^[6]。当董事长与总经理之间存在基于同乡关系的社会连接时,希望形成内部人控制格局的董事长将在同乡总经理的帮助下,倾向于选择不利于减缓信息不对称的公司治理机制,最终形成以董事长为核心的内部人控制格局。已有研究表明,规模较大的审计机构有动机、也有能力发现企业财务报表中没有及时披露或者没有公允报告的信息,并将其公之于众,成为减缓股东与管理层之间信息不对称的重要公司治理机制。雷光勇等(2009)^[47]基于中国上市公司的证据表明,四大会计师事务所是缓解股东与管理层信息不对称的重要公司治理机制。然而,一个试图基于社会连接而形成内部人控制格局的董事长显然没有激励聘请声誉卓著的四大会计师事务所作为外部审计单位,因此,是否聘请四大会计师事务所(*BigFour*)成为社会连接影响公司治理监督效应的潜在影响机制之一。

为了探究社会连接是否影响上市公司对于外部审计机构的选择,本文参考雷光勇等(2009)^[47],建立模型(8)如下:

$$BigFour_{it} = \alpha + \beta_1 Social_tie_{it} + \beta_i \sum_{i=2}^9 control_{it} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

在(8)式所设定的模型中,被解释变量为是否选聘四大会计师事务所作为外审机构(*BigFour*)。解释变量是董事长与总经理之间是否存在社会连接(*Social_tie*),控制变量与模型(1)保持一致,相关结果列示在表6的第(3)列和第(4)列。无论是否控制其他变量,社会连接(*Social_tie*)的估计系数在1%的显著性水平上显著为负。这意味着当董事长与总经理之间存在基于同乡关系的社会连接时,公司会避免选择监管更加严格的四大会计师事务所,通过“操纵”外部监督水平,进一步维护了高管实施内部人控制的环境^①。

六、稳健性检验^②

1. 更换被解释变量

本文在更换被解释变量开展稳健性检验部分,关注的第一个被解释变量是全体高管平均薪酬,因为内部人往往不是一个人,采用高管薪酬平均值可以在平滑个体因素导致的差异后较好地刻画基于同乡关系的社会连接下董事长通过发放高的薪酬取悦同乡高管的一般趋势。稳健性检验结果显示,当被解释变量为高管薪酬时,社会连接的系数依然为正。

另外,考虑到薪酬,尤其是针对高管的薪酬,不仅包括货币薪酬,还包括股票增值权、股票期权和限制性股票等形式的股权激励,因而作为稳健性分析,本文还考察了社会连接对董事长、董事和高管获得股权薪酬的影响。考虑到股权激励在中国上市公司高管激励中扮演的越来越重要的角色,本

^① 本文针对审计师选择的回归模型与已有文献(雷光勇等,2009)保持一致,但是本文也注意到,上市公司对于审计师的选择具有很强的连贯性,即选择了某家会计师事务所后,几年内都不会发生变化,为了避免这种情况对结果造成的干扰,本文补充了控制了公司固定效应的回归结果,相关结果列示在表6的第(5)列。回归结果显示,即使控制更加严格的固定效应,本文提出的社会连接将降低聘任声誉卓著的会计师事务所的可能性的机制依然成立。

^② 受篇幅限制,稳健性检验部分相关检验结果正文中未予列示,感兴趣的读者可向作者索取。

文考察了社会连接对于股权激励形式的薪酬的影响。参考梁上坤(2016)^[48],本文以高管股票数量占公司总股票数量的比例衡量股权激励的强度,结果表明,社会连接的系数无论对于董事长持股、董事会持股还是高管持股,均在1%的显著性水平上显著为正,该结果与基准回归一致且更为显著和稳健,该结果表明,社会连接将显著提升高管薪酬水平,尤其是考虑到股权激励时,这种效应更为明显。

2. 内生性问题

受遗漏变量等因素的影响,对于包括社会连接在内的社会网络问题研究自然需要克服计量分析中不可避免的内生性问题。参考陆瑶和胡江燕(2014)^[49],本文采用董事长或总经理是否当年因突发原因离职(*Leave*)来构建工具变量,其中突发原因包括“退休”和“健康原因”。选择该工具变量是基于以下考虑:其一,董事长或总经理的突发性离职会直接影响他们之间是否存在社会连接;其二,突发性离职一般不会对薪酬产生直接影响。因此,上述工具变量选择在一定意义上具有合理性。基于上述工具变量,采用两阶段最小二乘法(2SLS)对模型(1)和模型(3)重新回归,结果表明,即便考虑了内生性问题,基于董事长与总经理的同乡关系形成的社会连接显著增加董事长、董事和高管薪酬、降低董事长及总经理离职概率的结论保持不变。

3. 围绕样本选择偏差开展的 PSM 检验

对于可能的样本分布不均和样本选择偏差问题,本文采用 PSM 方法来控制。本文按照 1:1 的配对原则进行配对,配对变量包括模型(1)设定中的全部控制变量。选用的匹配方法通过了平衡性检验和共同支撑检验。使用配对样本对模型(1)和模型(3)重新回归的相关结果显示,在控制了潜在的样本选择偏差问题后,社会连接依然显著增加高管薪酬、降低离职概率,因而,本文的主要结论依然保持稳健。

4. 经济发达地区子样本的稳健性检验

中国土地幅员辽阔,不同地区对于社会连接的文化认同差异较大。因而,对于本文关注的董事长与总经理基于同乡关系形成的社会连接在不同地域的上市公司中不可避免地表现出地域的社会连接特征。换句话说,在地域色彩浓郁的上市公司中,其“人情”和“长老统治”等社会连接因素在公司治理中的作用就愈加突出。为了避免上述自选择因素的干扰,借鉴以往文献(胡珺等,2017)^[27],本文选取在开放程度高,吸引了来自四面八方的人才的经济发达地区注册的上市公司作为子样本重新检验主要模型设定的相关结果,以此消除社会连接的地域色彩对本文关注问题的干扰。本文选取公司所在地在北京、上海和广州的上市公司作为子样本,对模型(1)和模型(3)重新检验,结果保持一致。

七、结 论

传统的内部人控制往往与股权分散和经理人股权激励相关,然而,尽管中国的上市公司普遍不仅存在持股比例并不低的第一大股东,经理人的持股比例又十分有限甚至不持股,以董事长为核心的内部人控制问题在中国资本市场依然常见。本文试图从社会连接的角度揭示这一现象存在的社会根源。本文研究表明,董事长和总经理基于同乡关系形成的社会连接是导致“中国式”内部人控制问题出现的重要社会原因,这集中体现以下三方面,第一,社会连接将带来包括董事长和总经理在内的高管的薪酬显著增加,但增加的薪酬并没有发挥预期的激励效果,反而成为股东被迫承担的高额代理成本;第二,社会连接还将降低董事长和总经理的离职概率,维持和巩固以董事长为中心的“中国式”内部人控制格局;第三,社会连接通过降低董事会出具否定意见和降低聘请权威外部审计机构的可能性,促使“中国式”内部人控制问题的出现。

不同于以往文献证明社会连接通过加强沟通来缓解信息不对称和建立信任,本文的研究结果表明,在中国的一些上市公司中,董事长委任同乡作为总经理是董事长加强和维护控制权,实现内部人控制的途径。基于董事长与总经理之间同乡关系形成的社会连接在中国一些上市公司中一定程度上异化为“任人唯亲”。因此,社会连接成为逻辑一致地解释股权相对集中的中国上市公司中

依然存在内部人控制问题(所谓“中国式”内部人控制问题)的重要社会学视角之一。本文由此提出以下三方面的政策建议。

第一,未来中国上市公司应该对经理人遴选范围进行必要的规则限定,以规范公司治理行为,抑制“任人唯亲”现象的蔓延。具体而言,在选聘经理人时,除了考虑股东关系以及是否在股东公司任职等条件外,还要考虑董事会内部和高管之间的是否存在同乡、同学、同为俱乐部成员、同为商会成员和曾经的同事等社会连接。基于此,一个可能的逻辑引申是,在中国未来的公司治理实践中,要完善经理人聘任机制,完善职业经理人市场,同时要把经理人该有的权力“还”给经理人,而不是仅仅让外部经理人继续担任董事长的“行政助理”。

第二,上市公司应该营造包容接纳批评声音的董事会文化,使董事通过出具否定意见积极履行监督职能,使董事会成为避免重大经营决策失误的自动纠错机制。近年来,学术界和实务界都越来越关注董事投票行为,大量的学术研究明确了董事投票尤其是投非赞成票在改善经营和监督方面的作用;监管机构也密切关注上市公司董事会决议中的非赞成票,董事会异议往往伴随着监管机构的问询函。由此可见,董事异议票不仅实现了公司内部治理的改善,同时也与外部治理紧密相连,因此,监管机构和公司都应鼓励董事勇敢地公开说“不”。

第三,资本市场和监管当局应当着力改善审计市场环境,建设和培育专业性强、诚信水平高的第三方审计机构,使得“外审制度”真正成为缓解股东与管理层之间信息不对称的重要治理机制。这不仅有助于为上市公司创造公平的外部环境,更有助于防范“中国式”内部人控制。

此外,值得注意的是,本文在理论分析部分提出,社会连接具有正反两方面的效应,本文的研究着重于其负面效应,未来,可以继续深入研究社会连接发挥积极效应的场景,进而通过制度安排规避其对公司治理的消极影响,发挥其积极作用。

参考文献

- [1] Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny. Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis[J]. *Journal of Financial Economics*, 1988, (20): 293 - 315.
- [2] 郑志刚. 中国公司治理现实困境解读: 一个逻辑分析框架[J]. *深圳: 证券市场导报*, 2018, (1): 4 - 12.
- [3] Westphal James D. Collaboration in the Boardroom: Behavioral and Performance Consequences of CEO-Board Social Ties[J]. *Academy of Management Journal*, 1999, 42, (1): 7 - 24.
- [4] Fisman, R., Shi, J., Wang, Y., and Xu, R. Social Ties and Favoritism in Chinese Science[J]. *Journal of Political Economy*, 2018, 126, (3): 1134 - 1171.
- [5] 张祥建, 徐晋, 徐龙炳. 高管精英治理模式能够提升企业绩效吗? ——基于社会连带关系调节效应的研究[J]. *北京: 经济研究*, 2015, (3): 100 - 114.
- [6] Jensen, M. C., and W. H. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3, (4): 305 - 360.
- [7] Jensen, M. C. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems[J]. *The Journal of Finance*, 1993, 48, (3): 831 - 880.
- [8] 方军雄. 高管超额薪酬与公司治理决策[J]. *北京: 管理世界*, 2012, (11): 144 - 155.
- [9] Aoki, M. Controlling Insider Control: Issues of Corporate Governance in Transition Economies[M]. *Corporate Governance in Transitional Economies*, 1995.
- [10] 王韬, 李梅. 论股权泛化条件下的内部人控制[J]. *北京: 金融研究*, 2004, (12): 106 - 111.
- [11] 陈湘永, 张剑文, 张伟文. 我国上市公司“内部人控制”研究[J]. *北京: 管理世界*, 2000, (4): 103 - 109.
- [12] Firth, M., P. M. Fung, and O. M. Rui. Corporate Performance and CEO Compensation in China[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2006, 12, (4): 693 - 714.
- [13] Grossman, S. J., and O. D. Hart. The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration[J]. *Journal of Political Economy*, 1986, 94, (4): 691 - 719.
- [14] Hart, O., and J. Moore. Property Rights and the Nature of the Firm[J]. *Journal of Political Economy*, 1990, 98, (6): 1119 - 1158.

- [15] 钟海燕, 冉茂盛, 文守逊. 政府干预、内部人控制与公司投资[J]. 北京: 管理世界, 2010, (7): 98 - 108.
- [16] 刘慧龙. 控制链长度与公司高管薪酬契约[J]. 北京: 管理世界, 2017, (3): 95 - 112.
- [17] 戴亦一, 潘越. 金字塔结构、最终控制者性质与盈余操纵——来自我国上市公司的经验证据[J]. 北京: 经济管理, 2009, (10): 115 - 120.
- [18] 张瑞君, 李小荣. 金字塔结构、业绩波动与信用风险[J]. 北京: 会计研究, 2012, (3): 62 - 71, 95.
- [19] 袁建国, 后青松, 程晨. 企业政治资源的诅咒效应——基于政治关联与企业技术创新的考察[J]. 北京: 管理世界, 2015, (1): 139 - 155.
- [20] 张志平, 方红星. 政府控制、政治关联与企业信息披露——以内部控制鉴证报告披露为例[J]. 北京: 经济管理, 2013, (2): 105 - 114.
- [21] 唐松, 孙铮. 政治关联、高管薪酬与企业未来经营绩效[J]. 北京: 管理世界, 2014, (5): 93 - 105, 187 - 188.
- [22] 张敏, 张胜, 王成方, 申慧慧. 政治关联与信贷资源配置效率——来自我国民营上市公司的经验证据[J]. 北京: 管理世界, 2010, (11): 143 - 153.
- [23] Uzzi, B. Embeddedness in The Making of Financial Capital: How Social Relations and Networks Benefit Firms Seeking Financing [J]. *American Sociological Review*, 1999, 64, (4): 481 - 505.
- [24] Coles, J. L., N. D. Daniel, and L. Naveen. Co-opted Boards [J]. *Review of Financial Studies*, 2014, 27, (6): 1751 - 1796.
- [25] 刘诚, 杨继东, 周斯洁. 社会关系、独立董事任命与董事会独立性[J]. 北京: 世界经济, 2012, (12): 83 - 10.
- [26] Horton, J., Y. Mollo, and G. Serafeim. Resources or Power? Implications of Social Networks on Compensation and Firm Performance [J]. *Journal of Business Finance and Accounting*, 2012, 39, (3 - 4): 399 - 426.
- [27] 胡珺, 宋献中, 王红建. 非正式制度、家乡认同与企业环境治理[J]. 北京: 管理世界, 2017, (3): 76 - 94, 187 - 188.
- [28] Adams, R. B., and D. Ferreira. A theory of Friendly Boards [J]. *The Journal of Finance*, 2007, 62, (1): 217 - 250.
- [29] Fracassi, C., and G. Tate. External Networking and Internal Firm Governance [J]. *The Journal of Finance*, 2012, 67, (1): 153 - 194.
- [30] Holmstrom, B., and P. Milgrom. Aggregation and Linearity in The Provision of Intertemporal Incentives [J]. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1987, 55, (2): 303 - 328.
- [31] John, K., and Y. Qian. Incentive Features in CEO Compensation in the Banking Industry [J]. *Economic Policy Review*, 2003, 9, (1): 109 - 121.
- [32] Shivdasani, A., and D. Yermack. CEO Involvement in The Selection of New Board Members: An Empirical Analysis [J]. *The Journal of Finance*, 1999, 54, (5): 1829 - 1853.
- [33] Brick, I. E., O. Palmon, and J. K. Wald. CEO Compensation, Director Compensation, and Firm Performance: Evidence of Cronyism? [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2006, 12, (3): 403 - 423.
- [34] 郑志刚, 孙娟娟, Rui Oliver. 任人唯亲的董事会文化和经理人超额薪酬问题 [J]. 北京: 经济研究, 2012, (12): 111 - 124.
- [35] Weisbach, M. S. Outside Directors and CEO Turnover [J]. *Journal of Financial Economics*, 1988, (20): 431 - 460.
- [36] Hermalin, B. E. Trends in Corporate Governance [J]. *Journal of Finance*, 2005, 60, (5): 2351 - 2384.
- [37] Hwang, B. H., and S. Kim. It Pays to Have Friends [J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 93, (1): 138 - 158.
- [38] 李四海, 江新峰, 宋献中. 高管年龄与薪酬激励: 理论路径与经验证据 [J]. 北京: 中国工业经济, 2015, (5): 122 - 134.
- [39] 杨青, 高铭, Besim Burcin Yurtoglu. 董事薪酬、CEO 薪酬与公司业绩——合谋还是共同激励? [J]. 北京: 金融研究, 2009, (6): 111 - 127.
- [40] 俞俊利, 金鑫, 梁上坤. 高管地缘关系的治理效应研究: 基于内部控制质量的考察 [J]. 北京: 会计研究, 2018, (6): 78 - 85.
- [41] Khanna, V., E. H. Kim, and Y. Lu. CEO Connectedness and Corporate Fraud [J]. *The Journal of Finance*, 2015, 70, (3): 1203 - 1252.
- [42] Campbell, T. C., M. Galloway, S. A. Johnson, J. Rutherford, and B. W. Stanley. CEO Optimism and Forced Turnover [J]. *Journal of Financial Economics*, 2011, 101, (3): 695 - 712.
- [43] 曹廷求, 张光利. 上市公司高管辞职的动机和效果检验 [J]. 北京: 经济研究, 2012, (6): 73 - 87.
- [44] Schwartz-Ziv, M., and M. S. Weisbach. What Do Boards Really Do? Evidence From Minutes of Board Meetings [J]. *Journal of Financial Economics*, 2013, 108, (2): 349 - 366.
- [45] 叶康涛, 祝继高, 陆正飞, 张然. 独立董事的独立性: 基于董事会投票的证据 [J]. 北京: 经济研究, 2011, (1): 126 - 139.
- [46] 杜兴强, 殷敬伟, 赖少娟. 论资排辈、CEO 任期与独立董事的异行行为 [J]. 北京: 中国工业经济, 2017, (12): 151 - 169.
- [47] 雷光勇, 李书锋, 王秀娟. 政治关联、审计师选择与公司价值 [J]. 北京: 管理世界, 2009, (7): 145 - 155.
- [48] 梁上坤. 股权激励强度是否会影响公司费用黏性 [J]. 北京: 世界经济, 2016, (6): 168 - 192.
- [49] 陆瑶, 胡海燕. CEO 与董事间的“老乡”关系对我国上市公司风险水平的影响 [J]. 北京: 管理世界, 2014, (3): 131 - 138.

The Research of “Chinese Style” Insider Control from the Perspective of Social Ties

ZHENG Zhi-gang^{1,2}, LIU Xiao-juan¹, ZHANG Hao¹, HOU Wen-xuan^{3,4}

(1. School of Finance, Renmin University of China, Beijing, 100872, China;

2. China Financial Policy Research Center, Renmin University of China, Beijing, 100872, China;

3. University of Edinburgh Business School, Edinburgh, EH8 9JS, UK;

4. School of Finance, Shanghai Lixin University of Accounting and Finance, Shanghai, 201209, China)

Abstract: Traditionally, there are two reasons for the formation of insider control in western countries. First, the company's ownership is highly dispersed, so it is difficult for a single shareholder to supervise the CEO. Second, in order to motivate managers to work hard, shareholders often provide equity incentives to managers, as a result, the managers hold so much equity that it becomes impossible to be shaken by dispersed shareholders, which is called the entrenchment effect. However, the ownership structure of China is “the first shareholder dominates” and the managers hold few shares. So political, historical, cultural, and social factors are considered to be the important factors leading to insider control in China. What's more, the core of insider control in China is the chairman and the CEOs often play the role of administrative assistant of the chairman. Therefore, we define it as “Chinese style” insider control. This paper takes the hometown connection between the chairman and the CEO as an example to reveal the social reasons for the existence of the “Chinese style” insider control and provides new evidence for the existence of the cronyism culture of the board of directors in China's listed companies.

Using the data of China's listed companies from 2007 to 2018, this paper empirically examines the economic consequence of the social ties formed by the “hometown connection” between the chairman and the CEO. The study shows that the social ties between the chairman and the CEO will significantly increase the compensation of directors, which always includes the chairman and the CEO. However, the significantly increased compensation is not linked with performance. Therefore, the increased director's compensation will turn into “excess compensation” which damages the interests of dispersed shareholders and leads to agency costs. At the same time, the existence of social ties significantly reduces the turnover probability of the chairman and the CEO and makes insider control stable. Therefore, social ties, which were originally used to strengthen trust, have degenerated into a tool to strengthen insider control.

The contribution of this paper is twofold: first, this paper reveals the social factor contributes a lot to the “Chinese style” insider control. Using the social ties between the chairman and the CEO, this paper provides early and direct empirical evidence for the existence of insider control problems in China's capital market. Secondly, previous literature shows that social ties play an active role in enhancing trust and slowing down information asymmetry. This paper shows that the social ties in China's listed companies have evolved into a tool to strengthen the control of insiders.

This paper puts forward three suggestions.

First, in order to regulate corporate governance behavior and curb the spread of “cronyism”, listed companies should limit the scope of manager and director selection. Specifically, in the selection of managers and directors, in addition to considering the relationship between candidates and shareholders, we should also consider whether there are social ties among the candidates and the current chairmen (CEOs or directors). The forms of social ties include fellow townsmen, classmates, colleagues, club members, etc. Second, listed companies should create a culture that tolerates criticism. Regulators and companies should encourage directors to say “no” bravely and openly. In this way, directors can actively perform their supervisory functions by issuing negative opinions and make an automatic error correction mechanism to avoid major business decision-making mistakes. Further, the directors' public saying “no” can also arouse the attention of the regulatory authorities, which will help protect the interests of shareholders, especially small shareholders. Third, listed companies should actively employ reputable audit firms to alleviate the information asymmetry between shareholders and managers. What's more, reputable audit firms can also eliminate the tendency of establishing insider control through the introduction of external supervision.

In addition, it is worth noting that theoretical analysis shows that social ties have both positive and negative effects. This paper focuses on its negative effects. In the future, we can continue to study the positive effects of social ties in some special situations.

Key Words: social ties; insider control; hometown connections; compensation; turnover

JEL Classification: G3, Z13, M14

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2021.03.006

(责任编辑:李先军)