

内部私人关系与中小板上市公司 总经理激励^{*}

田祥宇 李颖 张志维

内容提要:本文以2010—2014年中小板上市公司为研究对象,首先检验了总经理与董事长之间的私人关系对总经理薪酬—业绩敏感性的影响,发现总经理与董事长之间存在“可辨别私人关系”比不存在私人关系时,总经理的薪酬—业绩敏感性更强;然后考察私人关系建立的途径,发现只有通过职业途径建立私人关系,即总经理与董事长之间存在“前同事关系”时,总经理薪酬—业绩敏感性才会更强,而非职业途径建立的私人关系并不具有这种“增强效应”;最后对比业绩上升与下降时私人关系对薪酬—业绩敏感性的影响,发现业绩下滑时仍会出现薪酬粘性。本文的研究结论既丰富了“关系与经理人激励”的文献,也有助于中小板上市公司更加全面地理解改善薪酬激励契约的有效途径。

关键词:私人关系 职业途径 薪酬—业绩敏感性

作者简介:田祥宇,山西财经大学会计学院教授,博士,030006;

李颖(通讯作者),山西财经大学会计学院讲师,博士,030006;

张志维,山西财经大学会计学院硕士研究生,030006。

中图分类号:F810.6 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-8102(2017)11-0085-14

一、引言

薪酬激励是降低委托代理成本,实现经理人与股东目标兼容的主要治理机制之一(Jensen和Meckling,1976;Jensen和Murphy,1990)。大量研究发现经理人薪酬对公司业绩是敏感的(张俊瑞等,2003;杜胜利、翟艳玲,2005;李维安、张国萍,2005;Leone等,2006;杜兴强、王丽华,2007;Jackson等,2008),意味着薪酬激励契约基本有效。上市公司高管内部私人关系(personal connections)对公司治理的影响近年来也备受关注,学者们对“前同事”、“老乡”、“校友”、同专业、共同参加某些社会活动或社会团体等共同经历下所形成的私人关系进行了探讨(Fracassi和Tate,2012;Hwang和Kim,2009),并提供了CEO与董事会成员的私人关系会扭曲董事选举(Kuhnen,2009)、扭曲投资(Guner等,2008)与并购(Fracassi和Tate,2012)、加剧业绩波动(Adams等,

^{*} 基金项目:2014年国家社会科学基金项目“构建农村基础设施投资公平性的政策保障机制研究”(14JBY097)、2015年教育部人文社科青年基金项目“证券分析师行为与融资融券中的知情交易”(15YJC630067)。作者感谢匿名审稿人的意见。文责自负。

2005)、增加公司风险(陆瑶、胡江燕,2014)与欺诈风险(Khanna等,2015)、提高违规概率(陆瑶、李茶,2016)等经验证据。上述研究主要考察的是内部私人关系削弱了董事会对经理人的监督从而不利于公司治理的问题,但内部私人关系是否也可能对公司治理产生一定的积极影响呢?本文尝试对此进行探讨。由于上市公司高管内部的私人关系错综复杂,有些经理人同时是董事会成员,想要厘清经理人与董事会所有成员的各种私人关系难度较大,因此,本文拟重点考察总经理与董事长之间的私人关系及其建立途径对总经理薪酬—业绩敏感性带来的影响。

与沪深两市主板上市公司相比,中小板上市公司高管内部的私人关系应该更为普遍,而且,其私人关系有可能对总经理薪酬激励发挥更为重要的作用。例如,在本文的中小板上市公司样本中,总经理与董事长之间存在“可辨别私人关系”的比例高达95%,其中“前同事关系”占比约70%。由于中小板上市公司规模相对较小,而且非国有控股公司所占比重较高(本文样本中超过85%的公司为非国有控股公司),这就决定了中小板上市公司通常处于竞争更加充分的市场环境中,总经理的选聘以及薪酬契约设计更为自主与灵活。因而,中小板上市公司可能倾向于选择一位“知根知底”且能力较强的总经理,并为之设计合理的薪酬契约;而受聘的总经理如果与董事长熟识,就可能降低信息沟通成本,工作中也表现得更加自信、满意度较高,从而具有较强的努力工作动机,可以提高薪酬契约被有效执行的概率。相反,主板市场主要由规模较大的国有控股公司构成,公司高管的任命及其薪酬激励往往受到政府干预,企业缺乏自主权,因而主板市场上市公司高管内部应该较少存在私人关系,私人关系对经理人薪酬激励的作用也相对较小。

本文以2010—2014年中小板上市公司为研究对象,检验总经理与董事长之间的私人关系及其建立途径对总经理薪酬—业绩敏感性的影响。研究发现:当总经理与董事长之间存在“可辨别私人关系”时总经理的薪酬—业绩敏感性更强;但只有通过职业途径建立的私人关系,即总经理与董事长之间存在“前同事关系”时,总经理的薪酬—业绩敏感性才会增强,非职业途径建立的私人关系并不具有这种“增强效应”。本研究可能的贡献包括三个方面,第一,以往研究主要关注CEO与董事会的关系对公司治理造成的不利影响(杨青、高铭,2009;郑志刚、孙娟娟,2012),本研究则考察了内部私人关系是否也有可能促进薪酬激励。第二,以往研究缺乏探讨公司高管内部私人关系促进薪酬激励的作用机理,本研究则从私人关系建立途径的视角为此提供了较为直接的证据。上述两点从理论上丰富了“关系与薪酬激励”的文献。第三,从实践上看,本研究可为中小板上市公司结合内部私人关系建立的途径制定差异化的薪酬契约提供一定的启示。

二、理论分析与研究假设

综合激励模型指出,并非签订了薪酬契约,经理人就必然受到恰当激励。要想获得所需的行动和努力,形成“努力→绩效→奖励→满足”的良性循环,促使薪酬契约有效执行,增强薪酬—业绩敏感性,至少还要考虑如下五个要素:第一,激励目标,即通过设置适当的目标激发经理人的动机,引导经理人的行为;第二,激励手段,即采用合理的激励手段,通过让经理人实现正当需求,提高满意度来激励经理人努力工作;第三,能力和素质,即被激励的经理人必须具备完成任务的潜力;第四,工作条件,即经理人完成任务的过程处于特定环境之中,必须保证工作过程中信息能够被顺利传递,企业的战略目标能够被经理人理解并贯彻执行,经理人的行为能够得到有效监控;第五,角色感知,即经理人对自己的角色以及奖惩公正性的评价较好,满意度较高。

根据我国《公司法》的规定,总经理由董事会选聘/委任,并向董事会负责;总经理一般全面负

责公司经营事务;董事长是董事会的重要成员,常常为公司的实际控制人。信息不对称是导致管理层代理问题的重要原因,总经理与董事长之间的私人关系有可能降低信息不对称程度。具体结合综合激励模型提出的五方面要素来分析总经理与董事长之间的私人关系将如何促进信息沟通、提升薪酬激励契约的有效性:第一,激励目标更可行。由于总经理与董事长之间存在的私人关系致使董事长既明确公司战略目标,又了解总经理的能力,因此在其主导下由相关机构设置的薪酬激励目标应该更为科学合理。第二,激励手段更有效。由于总经理与董事长之间存在的私人关系致使董事长更加了解总经理的需求,因此设计的激励手段应该更有针对性。第三,选聘的总经理更能胜任工作。由于在选聘总经理时,董事长熟悉候选人就能降低人才搜寻成本,因此更容易雇佣到合格的总经理。第四,工作环境更佳。由于相互熟悉并友好的高管基于类似的特征或经验,相互之间更容易理解,在一起时更加舒适(Marsden,1987),因此就会有意无意地更多接触并交流信息(Adams和Ferreira,2007;McPherson等,2001)。第五,自我认知度更高。由于总经理处于信息对称的环境时更易于被信任,因此更易于获得价值实现的满足感、能够表现得更有自信,自信会增强行动力、提升业绩。综上所述,当总经理与董事长之间存在私人关系时信息交流更加充分,有助于提高薪酬契约有效性,增强薪酬—业绩敏感性。据此本文提出研究假设1:

H1:总经理与董事长之间存在私人关系比不存在私人关系时,总经理的薪酬—业绩敏感性更强。

尽管共同的经历形成了相似的品质与经验,增进了同质性,方便了交流并培育出了私人关系(Hwang和Kim,2009),但共同经历的实现途径不同,大体可分为如下两类:其一是通过职业途径,如在一起工作过较长时间;其二是通过非职业途径,如参加同一高尔夫俱乐部、同一慈善机构的受托人、参与同一个MBA项目(Fracassi和Tate,2012),以及未成年人共同的生活经历等。私人关系建立的不同途径对信息传递会产生不同的影响,最终影响薪酬—业绩敏感性。

第一,激励目标是否合理取决于制定者对企业战略目标以及被激励对象能力的认识。如果总经理与董事长之间存在职业途径建立起来的私人关系,如“前同事关系”,则制定者对总经理有能力完成怎样的任务会有比较清楚的认识,从而制定的激励目标应该更加合理;但如果总经理与董事长之间存在非职业途径建立起来的私人关系,如“家庭关系”或“老乡关系”,则制定者对总经理是否有能力完成特定的任务并无清楚的认识,因此制定目标时较为盲目。

第二,激励手段是否有效取决于制定者对总经理需求的了解。如果总经理与董事长之间存在职业途径建立起来的私人关系,根据以往经验,制定者对总经理为实现目标所要求得到的利益应有比较清楚的认识,从而设计的激励手段应该更加有效;但如果总经理与董事长之间存在非职业途径建立起来的私人关系,由于并无以往经验可循,制定者对总经理为实现目标所要求得到的利益并无清楚的认识,从而设计的激励手段缺乏针对性。

第三,一家企业总经理的能力与素质在较大程度上取决于其聘用机制。如果总经理与董事长之间的私人关系是通过职业途径建立起来的,则企业更可能基于职业赏识来选聘总经理,从而提高了企业聘请到称职总经理的概率;但如果总经理与董事长之间的私人关系是通过非职业途径建立起来的,则企业更可能基于非职业原因选择总经理,从而影响了总经理的胜任程度。

第四,职业途径建立的私人关系有助于改善工作环境。工作关系有助于组织中的知识共享(Marouf,2007),而其他非职业的私人关系与组织中知识共享之间的联系也必须通过工作关系来实现(原欣伟等,2014)。工作关系具有正式化和制度化的特征,大多组织都有例行会议、报告、角色分工等工作协作和知识共享的机制。如果总经理与董事长之间存在通过职业途径建立起来的

私人关系,可以预期在新的岗位上他们应该能够更顺畅地实现知识共享;但如果总经理与董事长之间存在非职业途径建立起来的私人关系,他们即便有知识共享的意图,也不一定熟悉具体的实现模式,因而提高了信息传递的成本。

第五,职业途径建立的私人关系有助于增强角色感知度。如果总经理与董事长之间存在职业途径建立起来的私人关系,基于以往经验,总经理对自己发挥的作用以及目标实现时获取的利益应有较为客观的评价,角色感知度高,表现更加自信;但如果总经理与董事长之间存在非职业途径建立起来的私人关系,由于并无以往经历作为参考,总经理对自己发挥的作用及其可能获取的利益存在较为主观的判断,角色感知度较差,缺乏自信。

综上所述,基于职业途径建立的私人关系应该更有助于董事长与总经理之间进行有效的信息传递,从而最终提升薪酬—业绩敏感性。据此本文提出研究假设 2:

H2: 总经理与董事长之间通过职业途径建立私人关系比通过非职业途径建立私人关系时,总经理的薪酬—业绩敏感性更强。

三、研究设计

(一)数据来源与样本选取

本文以 2010—2014 年我国中小板上市公司为研究对象,考察总经理与董事长之间存在的私人关系及其建立途径对总经理薪酬—业绩敏感性的影响。私人关系的建立途径分为职业途径与非职业途径。鉴于数据可得性原因,本文所讨论的通过职业途径建立的私人关系是指“前同事关系”,而通过非职业途径建立的私人关系包括“家庭关系”及“老乡关系”。本文的“前同事关系”根据 RESSET 及 CSMAR 数据库相关数据匹配而来,“家庭关系”及“老乡关系”通过“百度搜索”等公开网络平台手工搜集获取;总经理薪酬依据上市公司年报手工整理;其余数据分别来自 RESSET 及 CSMAR 数据库。

结合本文拟研究问题,还对初始样本进行了如下处理:(1)剔除了金融业、房地产业的样本,ST、*ST 和 PT 公司的样本,以及数据缺失的样本;(2)剔除了净利润为负、总经理薪酬为零,以及总经理与董事长由同一人担任的样本;(3)考虑到总经理与董事长在同一年发生变动时往往会对总经理薪酬产生较大影响,因此剔除了总经理与董事长在同年发生变动的样本。经过以上步骤,最终得到 2101 个“公司—年度”样本,其中,总经理与董事长之间存在“可辨别私人关系”的样本 1992 个(包括“前同事关系”子样本 1446 个、“家庭关系”子样本 397 个、“老乡关系”子样本 149 个),占总样本量的 95%。本文还对相关连续变量在 1% 及 99% 的水平上进行了 Winsorize 处理。

(二)变量定义

1. 私人关系及其建立途径

首先,考察总经理与董事长之间是否可以辨别出私人关系。具体用 $Relation_{i,t}$ 来代表 i 公司第 t 年度总经理与董事长是否存在“可辨别私人关系”哑变量。如存在“前同事关系”、“家庭关系”或“老乡关系”中的任何一种则 $Relation_{i,t}=1$,否则 $Relation_{i,t}=0$ 。

然后,依据私人关系建立的不同途径区分为两类。第一类为基于职业途径建立的私人关系,即“前同事关系”。具体用 $Colleague_{i,t}$ 来代表 i 公司第 t 年度总经理与董事长是否存在“前同事关系”哑变量。如果总经理与董事长在本公司任现职以前,同时在另外一家公司或者同时在本公司的其他职位任职则 $Colleague_{i,t}=1$,否则 $Colleague_{i,t}=0$ 。第二类为基于非职业途径建立的私人关

系,具体又包括两种:(1)“家庭关系”,用 $Family_{i,t}$ 来代表 i 公司第 t 年度总经理与董事长是否存在“家庭关系”哑变量;如果总经理与董事长之间存在直系或旁系血亲关系或姻亲关系则 $Family_{i,t} = 1$,否则 $Family_{i,t} = 0$ 。(2)“老乡关系”,用 $Fellow_{i,t}$ 来代表 i 公司第 t 年度总经理与董事长是否存在“老乡关系”哑变量;如果总经理与董事长来自同一地方则 $Fellow_{i,t} = 1$,否则 $Fellow_{i,t} = 0$ 。本文具体通过百度搜索等公开网络渠道来查询公司总经理和董事长的籍贯,然后判断总经理与董事长的籍贯与公司的注册地是否为同一个省份。如果总经理与董事长出生在同一个省份,而公司的注册地在另一个省份,则认为总经理与董事长有“老乡关系”;如果公司的注册地与总经理和董事长的出生地在同一省份,则进一步查看总经理与董事长的出生地是否为同一地区,只有在同一地区时才认为总经理与董事长有“老乡关系”。

2. 薪酬—业绩敏感性

薪酬—业绩敏感性的衡量涉及总经理薪酬与公司业绩两个变量。以往文献主要采用“报酬最高的前三名高管薪酬总额的自然对数”来衡量经理人的薪酬(辛清泉等,2007;辛清泉、谭伟强,2009;姜付秀、黄继承,2011;田利辉、李春霞,2014)。由于本文的考察对象为总经理薪酬,因此采用“总经理薪酬总额的自然对数”来衡量。另外,尽管现实中存在股权激励的案例,但本文根据公司年报所搜集的“公司一年度”样本中绝大多数均“不适用股权激励方式”。因此,本文的被解释变量为中小板上市公司总经理货币薪酬的自然对数,具体用 $Pay_{i,t}$ 代表 i 公司第 t 年度的总经理薪酬。

同时,本文采用总资产净利润率来衡量公司业绩,具体用 $ROA_{i,t}$ 来代表 i 公司第 t 年度的业绩。通过考察 $ROA_{i,t}$ 每变动 1 个单位时 $Pay_{i,t}$ 的变动幅度来衡量薪酬—业绩敏感性的大小。

另外,本文还采用了如下控制变量:资产负债率 $LEV_{i,t}$ 、销售收入的自然对数 $Revenue_{i,t}$ 、独立董事占比 $INDE_{i,t}$ 、第一大股东持股比例 $Share_{i,t}$ 、实际控制人性质 $State_{i,t}$ (国有企业为 1,其余为 0),以及地区、年度与行业哑变量。

(三)实证模型

为了验证本文的研究假设,借鉴以往文献(例如 Leone 等,2006;方军雄,2009),采用 OLS 方法分别回归如下模型:

$$Pay_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \times ROA_{i,t} + \gamma \times Control_{i,t} + \epsilon \quad (1)$$

$$Pay_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \times ROA_{i,t} + \beta_2 \times ROA_{i,t} \times Relation_{i,t} (Colleague_{i,t}/Family_{i,t}/Fellow_{i,t}) + \beta_3 \times Relation_{i,t} (Colleague_{i,t}/Family_{i,t}/Fellow_{i,t}) + \gamma \times Control_{i,t} + \epsilon \quad (2)$$

如果本文的研究假设 1 成立,可以预期在模型(1)中回归系数 β_1 应该显著为正(由于大部分样本均包含“可辨别私人关系”),同时,模型(2)中交叉项 $ROA_{i,t} \times Relation_{i,t}$ 的系数 β_2 也应该显著为正。

如果本文的研究假设 2 成立,可以预期模型(2)中交叉项 $ROA_{i,t} \times Colleague_{i,t}$ 的系数 β_2 ,应该比交叉项 $ROA_{i,t} \times Family_{i,t}$ ($Fellow_{i,t}$) 的系数 β_2 更加显著为正。

四、实证结果与分析

(一)描述性统计

对总样本的描述性统计结果见表 1。其中,(1) $Relation_{i,t}$ 的均值为 0.948,中位数为 1,表明绝

大部分样本中总经理与董事长之间存在“可辨别私人关系”； $Colleague_{i,t}$ 的均值为 0.688，中位数为 1，表明绝大部分样本中总经理与董事长之间存在“前同事关系”。(2) $Family_{i,t}$ 的均值为 0.189，中位数为 0，表明绝大部分样本中总经理与董事长不存在“家庭关系”； $Fellow_{i,t}$ 的均值为 0.071，中位数为 0，表明绝大部分样本中总经理与董事长不存在“老乡关系”。(3) $Pay_{i,t}$ 的均值为 12.74，表示总经理货币薪酬的平均水平约为 34 万元；中位数为 12.95，表示大部分公司总经理的货币薪酬超过 42 万元。(4) $ROA_{i,t}$ 的均值为 0.054，中位数为 0.046，标准差为 0.13，说明不同中小板上市公司的获利能力存在较大差距。(5) $Share_{i,t}$ 的均值为 0.362，中位数为 0.35，表明中小板上市公司的股权集中度相对较高，实际控制人很可能起到关键作用。(6) $State_{i,t}$ 的均值为 0.142，与鲁桐和吴国鼎(2015)的 0.156 接近，中位数为 0，意味着绝大部分中小板上市公司为非国有控股公司。

表 1 描述性统计结果

变量	样本量	均值	下四分位数	中位数	上四分位数	标准差
$Relation_{i,t}$	2101	0.948	1	1	1	0.222
$Colleague_{i,t}$	2101	0.688	0	1	1	0.463
$Family_{i,t}$	2101	0.189	0	0	0	0.392
$Fellow_{i,t}$	2101	0.071	0	0	0	0.257
$Pay_{i,t}$	2101	12.740	12.460	12.950	13.440	1.855
$ROA_{i,t}$	2101	0.054	0.020	0.046	0.072	0.130
$LEV_{i,t}$	2101	0.366	0.210	0.347	0.508	0.194
$Revenue_{i,t}$	2101	20.960	20.220	20.890	21.640	1.024
$INDE_{i,t}$	2101	0.381	0.333	0.375	0.429	0.084
$Share_{i,t}$	2101	0.362	0.241	0.350	0.464	0.150
$State_{i,t}$	2101	0.142	0	0	0	0.349

(二)私人关系、建立途径与薪酬—业绩敏感性

模型(1)与(2)的回归结果见表 2。其中，第(1)列 $ROA_{i,t}$ 的系数为 3.922(显著性水平为 1%)，表明中小板上市公司总经理的薪酬—业绩敏感性较强；第(2)列 $ROA_{i,t} \times Relation_{i,t}$ 的系数为 4.701(显著性水平为 1%)，表明总经理与董事长之间的私人关系增强了总经理薪酬—业绩敏感性，H1 得证；第(3)列 $ROA_{i,t} \times Colleague_{i,t}$ 的系数为 5.108(显著性水平为 1%)；第(4)与(5)列 $ROA_{i,t} \times Family_{i,t}$ ($Fellow_{i,t}$) 的系数均不显著，表明总经理与董事长的私人关系对薪酬—业绩敏感性的促进作用主要是由前同事关系导致的，从而验证了 H2。

(三)内生性问题

本文有可能存在自选择偏误所导致的内生性问题。本文认为总经理与董事长之间存在的“私人关系”(主要指“前同事关系”)增进了信息的有效传递，有助于企业制定合理的薪酬激励方案、选聘胜任的总经理、创造良好的工作环境、提高总经理的满意度，从而有助于形成良性循环、保障薪酬契约有效执行、增强薪酬—业绩敏感性。然而，本文的结果也可能是上市公司自选择所导致的。本文采用如下两种方法对此进行检验。

表 2 私人关系、建立途径与总经理薪酬—业绩敏感性

	$Pay_{i,t}$				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
$ROA_{i,t}$	3.922*** (3.987)	-0.209 (-0.663)	-0.132 (-0.429)	4.133*** (4.010)	3.926*** (3.911)
$ROA_{i,t} \times Relation_{i,t}$		4.701*** (4.089)			
$Relation_{i,t}$		-0.193 (-1.020)			
$ROA_{i,t} \times Colleague_{i,t}$			5.108*** (4.049)		
$Colleague_{i,t}$			-0.311*** (-2.876)		
$ROA_{i,t} \times Family_{i,t}$				-2.117 (-0.735)	
$Family_{i,t}$				0.060 (0.348)	
$ROA_{i,t} \times Fellow_{i,t}$					-0.161 (-0.034)
$Fellow_{i,t}$					0.345 (1.201)
$LEV_{i,t}$	-0.522* (-1.824)	-0.449 (-1.544)	-0.592** (-2.142)	-0.544* (-1.891)	-0.552* (-1.928)
$Revenue_{i,t}$	0.208*** (3.871)	0.199*** (3.670)	0.218*** (4.129)	0.210*** (3.891)	0.211*** (3.915)
$INDE_{i,t}$	-0.024 (-0.050)	-0.027 (-0.055)	-0.001 (-0.002)	0.000 (0.000)	-0.019 (-0.039)
$Share_{i,t}$	-0.085 (-0.301)	-0.081 (-0.288)	-0.034 (-0.121)	-0.078 (-0.278)	-0.073 (-0.260)
$State_{i,t}$	0.134 (1.054)	0.126 (0.987)	0.155 (1.205)	0.132 (1.037)	0.149 (1.172)
地区	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制	控制
截距项	8.515*** (7.722)	8.850*** (7.874)	8.591*** (7.803)	8.494*** (7.691)	8.478*** (7.691)
N	2101	2101	2101	2101	2101
adj. R^2	8.0%	8.1%	8.1%	8.0%	8.1%

注：括号内为双尾检验 t 值；***、**、* 分别表示 1%、5% 和 10% 的显著水平。下同。

方法一,考察高管发生变更导致同一家公司的总经理与董事长之间的私人关系“从无到有”或者“从有到无”两种情况。由于“可辨别私人关系”发生变化的样本量太少而无法进行检验,在此仅考察“前同事关系”发生变化的情况。假如本文的逻辑成立,那么,“前同事关系”发生“从无到有”的变化时应能看到 $ROA_{i,t}$ 与 $Pay_{i,t}$ 之间的正相关关系会增强;发生“从有到无”的变化时应能看到 $ROA_{i,t}$ 与 $Pay_{i,t}$ 之间的正相关关系会减弱,检验结果见表 3。第(2)列中 $ROA_{i,t}$ 的系数 27.510 显著大于第(1)列中 $ROA_{i,t}$ 的系数 1.149,系数差异 T 检验发现 $\chi^2 = 2.91$ (显著性水平 10%);第(3)列中 $ROA_{i,t}$ 的系数 58.507 显著大于第(4)列中 $ROA_{i,t}$ 的系数 -2.013,系数差异 T 检验发现 $\chi^2 = 16.92$ (显著性水平 1%)。上述结果支持了本文的研究结论,在一定程度上解决了可能存在的内生性问题。

表 3 私人关系变化带来的影响

	$Pay_{i,t}$			
	从无到有		从有到无	
	(1) 关系建立的前一年	(2) 关系建立当年	(3) 关系丧失的前一年	(4) 关系丧失当年
$ROA_{i,t}$	1.149 (0.288)	27.510* (2.156)	58.507* (2.322)	-2.013 (-0.835)
$LEV_{i,t}$	-2.225 (-1.525)	7.354 (1.508)	30.115*** (4.580)	0.345 (0.576)
$Revenue_{i,t}$	0.490** (2.178)	-0.918 (-1.308)	-7.710*** (-4.605)	0.220 (1.598)
$INDE_{i,t}$	-0.893 (-0.348)	-27.071* (-1.935)	11.460 (0.823)	0.068 (0.066)
$Share_{i,t}$	-1.062 (-0.965)	-4.525 (-1.036)	5.224 (1.194)	1.154* (2.259)
$State_{i,t}$	0.348 (0.340)	3.251 (0.858)	-0.150 (-0.063)	-0.316 (-1.148)
年度	控制	控制	控制	控制
截距项	4.079 (0.925)	39.467** (2.583)	149.624*** (4.401)	8.351** (2.948)
N	23	23	16	16
adj. R^2	13.3%	13.9%	65.8%	81.0%
$ROA_{i,t}$ 系数差异 T 检验	$\chi^2 = 2.91^*$		$\chi^2 = 16.92^{***}$	

方法二,由于方法一中存在样本量偏少的问题,因此进一步考察总经理与董事长的私人关系是否不仅有助于促进总经理的薪酬—业绩敏感性,而且还有助于促进公司其他高管的薪酬—业绩敏感性。假如本文的逻辑成立,则可以预期总经理与董事长的私人关系与其他高管无关,因而总经理与董事长的私人关系不应促进其他高管的薪酬—业绩敏感性,回归结果见表 4。可见,当因变量改变为其他高管的薪酬时, $ROA_{i,t} \times Relation_{i,t}$ ($Colleague_{i,t}$) 的系数均不显著,意味着总经理与董事长之间的私人关系并不能改善其他高管的薪酬—业绩敏感性,从而较好地解决了内生性问题。

表 4 私人关系、建立途径与其他高管薪酬一业绩敏感性

	其他高管的薪酬				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
$ROA_{i,t}$	2.415*** (6.013)	2.162 (1.309)	2.199*** (3.080)	2.410*** (5.914)	2.333*** (5.736)
$ROA_{i,t} \times$ $Relation_{i,t}$		0.227 (0.136)			
$Relation_{i,t}$		-0.125 (-1.092)			
$ROA_{i,t} \times$ $Colleague_{i,t}$			0.313 (0.414)		
$Colleague_{i,t}$			-0.045 (-0.802)		
$ROA_{i,t} \times$ $Family_{i,t}$				-0.061 (-0.053)	
$Family_{i,t}$				-0.034 (-0.442)	
$ROA_{i,t} \times$ $Fellow_{i,t}$					0.965 (0.765)
$Fellow_{i,t}$					0.053 (0.530)
$LEV_{i,t}$	-0.356*** (-2.908)	-0.377*** (-3.107)	-0.360*** (-2.942)	-0.362*** (-2.942)	-0.365*** (-2.981)
$Revenue_{i,t}$	0.248*** (10.502)	0.250*** (10.638)	0.249*** (10.638)	0.248*** (10.486)	0.250*** (10.559)
$INDE_{i,t}$	-0.248 (-1.249)	-0.244 (-1.227)	-0.248 (-1.252)	-0.244 (-1.227)	-0.241 (-1.221)
$Share_{i,t}$	-0.235 (-1.613)	-0.221 (-1.511)	-0.230 (-1.567)	-0.233 (-1.605)	-0.235 (-1.637)
$State_{i,t}$	0.168*** (2.853)	0.176*** (2.989)	0.175*** (2.976)	0.164*** (2.743)	0.172*** (2.919)
地区	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制	控制
截距项	7.535*** (14.342)	7.609*** (14.591)	7.552*** (14.473)	7.546*** (14.441)	7.518*** (14.364)
N	2101	2101	2101	2101	2101
adj. R^2	41.0%	41.1%	41.0%	41.0%	41.1%

(四) 稳健性测试

1. 分样本检验

为了验证本文研究结论的可靠性,对模型(1)进行分样本检验,结果见表 5。在“可辨别私人关系”子样本的回归结果中, $ROA_{i,t}$ 的系数为 4.087(显著性水平 1%);在“前同事关系”子样本的回归

结果中, $ROA_{i,t}$ 的系数为 5.040(显著性水平 1%) ; 在“家庭关系”子样本的回归结果中, $ROA_{i,t}$ 的系数为 0.398(不显著); 在“老乡关系”子样本的回归结果中, $ROA_{i,t}$ 的系数为 0.932(不显著); 在“不可辨别私人关系”子样本的回归结果中, $ROA_{i,t}$ 的系数为 -14.074(不显著)。上述结果进一步表明, 中小板上市公司总经理与董事长的私人关系能够增强总经理的薪酬一业绩敏感性, 而且这种增强效应主要是由基于职业途径建立起来的“前同事关系”所驱动的。因此, 本文研究假设 H1 与 H2 的结论是可靠的。

表 5 分样本检验

	$Pay_{i,t}$				
	(1) $Relation_{i,t}=1$	(2) $Colleague_{i,t}=1$	(3) $Family_{i,t}=1$	(4) $Fellow_{i,t}=1$	(5) $Relation_{i,t}=0$
$ROA_{i,t}$	4.087*** (3.870)	5.040*** (4.099)	0.398 (0.177)	0.932 (0.748)	-14.074 (-1.240)
$LEV_{i,t}$	-0.549 (-1.397)	-0.499 (-1.083)	0.067 (0.072)	-0.003 (-0.007)	0.425 (0.360)
$Revenue_{i,t}$	0.198*** (3.525)	0.144** (2.155)	0.251** (2.521)	0.056 (0.656)	0.253 (1.074)
$INDE_{i,t}$	-0.077 (-0.137)	-0.275 (-0.406)	0.992 (0.712)	0.343 (0.587)	2.920** (2.074)
$Share_{i,t}$	0.009 (0.032)	0.015 (0.047)	1.056 (1.253)	0.403 (0.731)	-1.989 (-0.502)
$State_{i,t}$	0.158 (0.996)	0.144 (0.844)	1.480*** (3.951)	-0.238 (-0.650)	-3.796** (-2.436)
地区	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制	控制
截距项	8.450*** (7.054)	9.536*** (6.917)	4.998** (2.259)	12.302*** (7.161)	10.920*** (3.844)
N	1992	1446	397	149	109
adj. R^2	8.9%	10.4%	12.2%	60.5%	12.5%

2. 分行业检验

有研究表明, 我国不同行业上市公司的薪酬激励存在较大差异(李玲, 2006; 乔海曙、王军华, 2006), 在此检验当中中小板上市公司所处的行业不同时, 其高管内部私人关系是否会对总经理薪酬一业绩敏感性产生不同的影响。具体将总样本区分为制造业子样本与非制造业子样本, 并分别回归模型(2), 相关结果列示在表 6 中, 控制变量同表 2。其中, (1)~(4)列为制造业子样本的回归结果, (5)~(8)列为非制造业子样本的回归结果。由交叉项 $ROA_{i,t} \times Relation_{i,t}$ ($Colleague_{i,t}$) 的系数均为显著的正数, 而交叉项 $ROA_{i,t} \times Family_{i,t}$ ($Fellow_{i,t}$) 的系数均不显著可知, 本文的结论既适用于制造业, 也适用于非制造业。

表 6 行业差异、私人关系与总经理薪酬—业绩敏感性

	制造业样本				非制造业样本			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
$ROA_{i,t}$	-0.224 (-0.686)	-0.178 (-0.559)	6.169*** (5.067)	5.665*** (4.747)	-36.210*** (-5.167)	-6.784** (-2.046)	-1.310 (-0.689)	-0.145 (-0.080)
$ROA_{i,t} \times Relation_{i,t}$	5.864*** (4.293)				37.252*** (5.277)			
$Relation_{i,t}$	-0.494** (-2.291)				-0.506 (-0.975)			
$ROA_{i,t} \times Colleague_{i,t}$		6.827*** (4.567)				8.411** (2.222)		
$Colleague_{i,t}$		-0.515*** (-4.138)				0.381 (1.337)		
$ROA_{i,t} \times Family_{i,t}$			-4.946 (-1.548)				7.831 (1.130)	
$Family_{i,t}$			0.330* (1.722)				-1.420*** (-3.374)	
$ROA_{i,t} \times Fellow_{i,t}$				-1.833 (-0.342)				-4.840 (-0.427)
$Fellow_{i,t}$				0.312 (0.983)				0.879 (1.214)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
截距项	9.680*** (7.759)	9.105*** (7.570)	8.974*** (7.418)	9.045*** (7.478)	11.095*** (4.637)	11.412*** (4.670)	10.964*** (4.478)	11.648*** (4.705)
N	1629	1629	1629	1629	472	472	472	472
adj. R^2	10.2%	10.5%	10.4%	10.4%	12.6%	9.6%	9.4%	6.4%

(五)进一步研究:薪酬粘性

从理论上讲,为了充分调动总经理的工作积极性,薪酬契约不仅应在业绩上升时发挥激励作用,同时也应在业绩下降时起到威慑作用。但是,考虑到我国“关系型社会”的文化环境、“奖优不惩劣”的文化倾向、两权分离下经理人拥有事实上的薪酬决定权(Hallock,1997)、董事会难以判断业绩下滑的原因(如外部环境恶化、经理人损失一元钱的负效用大于得到一元钱的正效用(孙铮、刘浩,2004)、经理人规避个人声誉和未来职业生涯风险(Jensen和Murphy,1990))等诸多因素会导致薪酬粘性,公司业绩下滑比业绩增长时,经理人薪酬对业绩的敏感性水平会降低(Jackson等,2008;方军雄,2009)。研究表明中小型民营企业比大型国有企业具有更强的薪酬—业绩敏感性和更弱的薪酬粘性(Jensen和Murphy,1990;辛清泉等,2007;夏纪军、张晏,2008;方军雄,2009)。

为了进一步检验总经理与董事长的私人关系对薪酬粘性的影响,本文区分业绩上升与业绩下滑子样本分别回归模型(1)与模型(2),结果如表7。由表7发现,当公司业绩下降比业绩上升时,

总经理与董事长之间的“可辨别私人关系”以及“前同事关系”对总经理薪酬—业绩敏感性的增强效应显著缩小,表明业绩下滑时仍然存在薪酬粘性。换句话说,总经理与董事长之间存在的“可辨别私人关系”或者“前同事关系”并不会对薪酬粘性起到抑制作用。

表 7 区分业绩上升与业绩下滑子样本对私人关系产生的影响

	(1) Up	(2) $Down$	(3) Up	(4) $Down$	(5) Up	(6) $Down$
$ROA_{i,t}$	3.358* (1.809)	3.846** (2.407)	-0.371*** (-7.999)	0.003 (0.008)	-0.361*** (-6.011)	0.257 (0.453)
$ROA_{i,t} \times Relation_{i,t}$			6.052** (4.811)	3.732* (2.560)		
$Relation_{i,t}$			-0.049 (-0.100)	-0.090 (-0.364)		
$ROA_{i,t} \times Colleague_{i,t}$					6.429** (4.451)	2.996 (2.022)
$Colleague_{i,t}$					-0.278* (-2.729)	-0.266** (-5.325)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
截距项	8.280*** (4.116)	10.296*** (6.143)	9.036** (4.281)	10.316*** (10.712)	9.071** (4.904)	9.721*** (14.354)
$N^{\text{①}}$	735	865	735	865	735	865
adj. R^2	5.3%	16.7%	5.8%	16.4%	5.8%	16.4%
$ROA_{i,t} \times Relation_{i,t} / Colleague_{i,t}$ 的系数差异 T 检验:			$\chi^2 = 6.15^{**}$		$\chi^2 = 4.14^{**}$	

五、结论与启示

上市公司高管内部私人关系是目前国外公司治理研究的前沿问题。尽管我国拥有“关系社会”的文化传统,但基于中国市场的研究却稍显不足。现有研究主要从 CEO 与董事会成员的私人关系会削弱董事会对经理人的监督这一视角进行考察,但缺乏对公司高管内部私人关系是否也可能改善薪酬契约有效性及其作用机理的讨论。因此,本文专门检验了总经理与董事长之间存在的私人关系及其建立途径对中小板上市公司总经理薪酬—业绩敏感性的影响。本文首先从理论上分析了总经理与董事长之间存在的“可辨别私人关系”以及各种不同类型的私人关系对激励目标、激励手段、能力和素质、工作条件与角色感知这五个影响薪酬契约有效性的重要因素所产生的作用,并提出相应研究假设;然后进行实证检验,发现总经理与董事长之间的“可辨别私人关系”的确增强了中小板上市公司总经理的薪酬—业绩敏感性,而且这种现象是由基于职业途径建立起来的“前同事关系”所驱动的。在进一步研究中,本文还对比了业绩上升与业绩下降两种情况,讨论了总经理与董事长之间的私人关系是否会影响薪酬粘性,发现内部私人关系并未影响公司业绩下滑

时的薪酬粘性。本文对内生性问题的讨论以及稳健性测试的结果均表明研究结论的可靠性。

本文的研究结论有助于丰富和发展“私人关系与高管激励”的文献；同时，还给予我们如下启示：首先，薪酬契约有效性并非仅仅与激励方案相关，还与被激励对象的能力与素质、角色感知、工作条件等诸多因素有关。因此，企业要想实现高管激励，需要综合考虑薪酬激励方案制定得是否合理、被激励对象是否具备工作能力、其自我认知水平的高低、工作环境是否有助于经理人发挥主观能动性等多方面因素。只有多管齐下、全方位改善，才可能形成良性循环，促进薪酬契约有效性。其次，公司高管之间的私人关系对于公司治理并不完全是“坏事”，假如这种关系是基于职业途径建立起来的“前同事关系”，就有可能增强薪酬—业绩敏感性，但非职业途径建立的私人关系并不能发挥这种“增强效应”。因此，中小板上市公司在选聘总经理时可以更多关注以往与董事长有过成功合作经历的候选人，高管激励亦可以综合考虑多方面因素，以便增进有效激励、完善公司治理。

本研究的主要不足在于搜集到的高管私人关系的数据仅限于2010—2014年的中小板上市公司，未来如能获取到更加完整的上市公司高管私人关系数据，则可以进一步考察本文研究结论的普适性。

参考文献：

1. 杜胜利、翟艳玲：《总经理年度报酬决定因素的实证分析》，《管理世界》2005年第8期。
2. 杜兴强、王丽华：《高层管理当局薪酬与上市公司业绩的相关性实证研究》，《会计研究》2007年第1期。
3. 方军雄：《我国上市公司高管的薪酬存在粘性吗？》，《经济研究》2009年第3期。
4. 姜付秀、黄继承：《经理激励、负债与企业价值》，《经济研究》2011年第5期。
5. 李玲：《管理层薪酬和持股激励效应的行业性差异分析——来自我国上市公司的实证证据》，《中央财经大学学报》2006年第4期。
6. 李维安、张国萍：《经理层治理评价指数与相关绩效的实证研究——基于中国上市公司治理评价的研究》，《经济研究》2005年第11期。
7. 鲁桐、吴国鼎：《中小板、创业板上市公司治理评价》，《学术研究》2015年第5期。
8. 陆瑶、胡江燕：《CEO与董事间的“老乡”关系对我国上市公司风险水平的影响》，《管理世界》2014年第3期。
9. 陆瑶、李荼：《CEO对董事会的影响力与上市公司违规犯罪》，《金融研究》2016年第1期。
10. 乔海曙、王军华：《我国股份制商业银行薪酬激励有效性研究》，《金融论坛》2006年第5期。
11. 孙铮、刘浩：《中国上市公司费用“粘性”行为研究》，《经济研究》2004年第12期。
12. 田利辉、李春霞：《债务约束、经理薪酬与上市公司过度投资研究》，《证券市场导报》2014年第6期。
13. 夏纪军、张晏：《控制权与激励的冲突——兼对股权激励有效性的实证分析》，《经济研究》2008年第3期。
14. 辛清泉、林斌、王彦超：《政府控制、经理薪酬与资本投资》，《经济研究》2007年第8期。
15. 辛清泉、谭伟强：《市场化改革、企业业绩与国有企业经理薪酬》，《经济研究》2009年第11期。
16. 杨青、高铭：《董事薪酬、CEO薪酬与公司业绩——合谋还是共同激励？》，《金融研究》2009年第6期。
17. 原欣伟、伊景冰、武蒙：《组织内员工关系与知识共享——基于工作关系与私人关系区分视角的实证分析》，《技术经济与管理研究》2014年第10期。
18. 张俊瑞、赵进文、张建：《高级管理层激励与上市公司经营绩效相关性的实证分析》，《会计研究》2003年第9期。
19. 郑志刚、孙娟娟：《任人唯亲的董事会文化和经理人超额薪酬问题》，《经济研究》2012年第12期。
20. Adams R. B., Almeida H., & Ferreira D., Powerful CEOs and Their Impact on Corporate Performance. *Review of Financial Studies*, Vol. 18, No. 4, 2005, pp. 1403—1435.
21. Adams R. B., & Ferreira D., A Theory of Friendly Boards. *Journal of Finance*, Vol. 62, No. 1, 2007, pp. 217—250.
22. Fracassi C., & Tate G., External Networking and Internal Firm Governance. *Journal of Finance*, Vol. 67, No. 1, 2012, pp. 153—194.
23. Guner A., Burak U. M., & Tate G., Financial Expertise of Directors. *Journal of Financial Economics*, Vol. 88, 2008, pp. 323—354.

24. Hallock K. F. , Reciprocally Interlocking Boards of Directors and Executive Compensation. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* , Vol. 32, No. 3, 1997, pp. 331—344.
25. Hwang B. , & Kim S. , It Pays to Have Friends. *Journal of Financial Economics* , Vol. 93, 2009, pp. 138—158.
26. Jackson S. B. , Lopez T. J. , & Reitenga A. L. , Accounting Fundamentals and CEO Bonus Compensation. *Journal of Accounting and Public Policy* , Vol. 27, 2008, pp. 374—393.
27. Jensen M. C. , & Murphy K. J. , Performance Pay and Top Management Incentives. *Journal of Political Economy* , Vol. 2, 1990, pp. 225—264.
28. Jensen M. , & Meckling W. , Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* , Vol. 3, 1976, pp. 305—360.
29. Khanna E. H. , Kim, & Lu Y. , CEO Connectedness and Corporate Fraud. *Journal of Finance* , Vol. 70, No. 3, 2015, pp. 1203—1252.
30. Kuhnen C. , Business Networks, Corporate Governance and Contracting in the Mutual Fund Industry. *Journal of Finance* , Vol. 64, 2009, pp. 2185—2220.
31. Leone A. , Wu J. , & Zimmerman J. , Asymmetric Sensitivity of CEO Cash Compensation to Stock Returns. *Journal of Accounting and Economics* , Vol. 42, No. 1, 2006, pp. 167—192.
32. Marouf L. , Social Networks and Knowledge Sharing in Organizations: A Case Study. *Journal of Knowledge Management* , Vol. 11, No. 11, 2007, pp. 110—125.
33. Marsden P. V. , Core Discussion Networks of Americans. *American Sociological Review* , Vol. 52, No. 1, 1987, pp. 122—131.
34. McPherson M. , Smith-Lovin L. , & Cook J. M. , Birds of a Feather: Homophily in Social Networks. *Annual Review of Sociology* , Vol. 27, 2001, pp. 415—444.

Internal Personal Connections and Pay-performance Sensitivity of SME Board Company

TIAN Xiangyu, LI Ying & ZHANG Zhiwei

(Shanxi University of Financial and Economics, 030006)

Abstract: The paper examines the impact of the personal connections between the general manager and chairman of the board on the compensation performance sensitivity of the firms in the small and medium-sized board from 2010 to 2014. The study shows that compared to non-personal relationships samples, the samples with a personal relationship have stronger executive compensation performance sensitivity. Secondly, considering how the pathway established, the compensation performance sensitivity is stronger in the samples which the personal relationships have been established by career paths than in the samples which the personal relationships have been established by non-career paths. Thirdly, pay performance sensitivity is stronger in the companies which performance has been enhanced than in the companies which the performance decreased. These results enriched the literatures of “the relationship and the manager incentive”, and the results can also encourage small and medium board listed companies to understand how to improve their incentive system on a relationship point.

Keywords: Internal Personal Connections, Career path, Pay-performance Sensitivity

JEL: G30, L14, M52

责任编辑:无 明