



经济管理学术文库 · 管理类

高管联结的经济后果研究： 基于形成机理视角

Research on the Economic Consequence of the
Management Connection: Base on the
Formation Mechanism

张 娟 / 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE



经济管理学术文库·管理类

高管联结的经济后果研究： 基于形成机理视角

Research on the Economic Consequence of the
Management Connection: Base on the
Formation Mechanism

张 娟/著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

高管联结的经济后果研究：基于形成机理视角/张娟著. —北京：经济管理出版社，2018.8
ISBN 978-7-5096-5899-4

I. ①高… II. ①张… III. ①公司—管理人员—影响—企业经营管理—研究
IV. ①F272.92 ②F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 161349 号

组稿编辑：杨国强

责任编辑：杨国强 张瑞军

责任印制：高 娅

责任校对：张晓燕

出版发行：经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址：www. E-mp. com. cn

电 话：(010) 51915602

印 刷：三河市延风印装有限公司

经 销：新华书店

开 本：720mm×1000mm/16

印 张：13.25

字 数：201 千字

版 次：2018 年 9 月第 1 版 2018 年 9 月第 1 次印刷

书 号：ISBN 978-7-5096-5899-4

定 价：68.00 元

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书，如有印装错误，由本社读者服务部负责调换。

联系地址：北京阜外月坛北小街 2 号

电话：(010) 68022974 邮编：100836

前 言

近年来,随着社会网络与经济发展之间互相影响的程度逐渐深化,高管联结现象已经普遍存在于上市公司中。高管联结作为社会网络中的一种,其中所镶嵌的社会资本与各项信息资源对公司经营以及公司治理产生了重要的影响。关注社会网络关系对公司经营以及公司治理机制等各项公司行为的影响的研究是非常有必要的。而已有的少量关于连锁董事、董事网络以及高管联结的研究,主要关注高管联结现象的直接经济后果,例如连锁董事、董事网络以及高管联结关系对公司并购绩效的影响、对公司信息披露质量的影响等。本书以高管联结的形成机理为研究切入点,在对高管联结的形成机理进行分析的基础上,结合社会网络理论中的镶嵌理论、社会资本理论以及声誉激励理论等,实证研究了高管联结形成机理即具有共同个人属性特征的高管所形成的联结关系是如何对公司业绩、盈余管理以及资本成本产生影响的。

本书分为三部分共七章,其中第一部分为本书的基础,包括第1章的绪论与第2章的理论基础和文献综述,主要介绍了本书的研究背景与研究意义,阐述了本书相关的理论基础与国内外相关文献的梳理与述评;第二部分为本书的实证研究部分,包括第3章的高管联结变量设计、样本选择和描述性统计,第4章的高管联结对公司业绩影响的实证研究,第5章的高管联结对盈余管理影响的实证研究及第6章的高管联结对资本成本影响的实证研究,以上四章内容为本书的重点与难点,主要是对本书的主要研究问题进行实证研究,提供了高管联结关系对公司经营与公司治理相关的实证研究的证据;第三部分为研究结论(第7章)。

本书将公司的高管通过在其他公司兼任高管职位所建立的网络关系定义



为高管联结，其中高管不仅包括董事会成员，还包括负责公司日常经营决策的高管（总经理、副总经理、董事长、副董事长、CEO等），负责财务工作的高管（财务总监、总会计师、总经济师等）以及监事会成员等公司高管。本书对已建立的高管联结关系的形成机理进行分析，并按照具有共同个人属性特征（“职务”）的高管，将其形成的联结关系分为“经营圈”高管联结、“财务圈”高管联结以及“治理圈”高管联结。本书使用2002~2014年上市公司数据，手工筛选高管的姓名以及简历等信息，识别其中重名重姓的情况并删除，最后整理得到真实的高管联结数据。在此基础上，本书使用实证研究的方法检验了高管联结、不同“圈子”高管联结关系、高管联结的数量与公司业绩、盈余管理以及资本成本之间的关系。基本结论如下：

首先，在公司经营方面，以公司业绩为主要的研究对象，研究了高管联结对公司业绩的影响，并且对不同“圈子”高管联结对公司业绩的影响也作了研究。此外，还进一步地对高管联结的数量对公司业绩的影响进行了分析。结果发现：公司间的高管联结关系提高了公司业绩的水平，不同“圈子”的高管联结对公司业绩的影响程度也不同。另外，本章发现公司间高管联结的数量越多，公司业绩水平越高，但对于不同“圈子”高管联结而言，高管联结数量越多，公司业绩水平越低。

其次，在公司治理方面，以盈余管理为主要的研究对象，研究了高管联结对盈余管理的影响，并且对高管联结不同形成机理对盈余管理的影响也作了研究。同时，进一步对高管联结的数量对盈余管理的影响进行了分析。结果发现：上市公司通过操纵应计项目进行盈余管理逐步降低，而通过真实的经营管理活动进行盈余管理的行为逐步增加。上市公司高管联结可以抑制通过应计项目以及真实的经营管理活动进行盈余管理的行为；不同“圈子”高管联结对应计项目盈余管理与真实经营活动的盈余管理的影响不同。另外，本书实证研究的证据表明，高管联结的数量越多，抑制盈余管理水平的效率越高，但对于不同“圈子”高管联结而言，高管联结数量越多，抑制盈余管理效率越低。

最后，在公司的资本成本方面，以公司的权益资本成本作为主要研究对



象,研究了高管联结对权益资本成本的影响,并且对高管联结不同形成机理对权益资本成本的影响也作了研究。此外,进一步对高管联结的数量对权益资本成本的影响进行了分析。结果发现,上市公司高管联结可以显著降低公司的权益资本成本;不同“圈子”的高管联结对权益资本成本的影响不同。另外,本章发现高管联结的数量越多,权益资本成本降低的程度越大,但对于不同“圈子”的高管联结而言,高管联结数量越多,权益资本成本越高。

综合本书的实证研究结果看,公司间的高管联结关系有效地提高了公司的经营业绩水平,降低了盈余管理的影响程度,同时也降低了公司的权益资本成本;高管联结关系形成机理不同,高管联结对公司的影响也不同,“经营圈”高管联结对公司经营业绩的提升、抑制盈余管理行为(DA&RM)、降低权益资本成本都有显著的作用;“财务圈”高管联结在提高公司业绩水平与抑制通过真实的经营活动进行盈余管理方面有突出的表现;“治理圈”高管联结则在提高公司业绩水平、抑制真实的经营活动进行盈余管理以及降低权益资本成本方面有显著的作用;证实了不同“圈子”的高管所形成的联结关系对公司的经营与治理影响不同。本书的研究为未来公司经营与治理领域中关于经营效率以及治理效率等问题的研究提供了新的研究视角,可以从高管个人的社会网络属性特征展开研究。在实践方面,本书的研究有助于厘清已经成为普遍现象的高管联结关系对公司经营以及治理效率的影响。

本书的创新点:

(1)研究对象方面,本书的研究对象为上市公司的高管,包括公司的经营管理层(总经理、副总经理等)、财务管理层(财务总监以及总会计师等)与治理管理层(董事会、监事会成员),与以往关于董事网络的相关研究相比,研究范围较大。

(2)研究视角方面,本书以高管联结关系的形成机理作为研究的切入点,检验具有相同个人属性特征的高管所形成的高管联结关系对公司经营与治理的影响。

(3)研究内容方面,将公司的高管按照共同的个人属性特征——职务分



为三大类——“经营圈”高管、“财务圈”高管以及“治理圈”高管，进而将高管联结关系也为三类——“经营圈”高管联结、“财务圈”高管联结和“治理圈”高管联结。基于对形成机理的分析，本书检验了三类高管联结关系如何对公司经营与公司治理行为产生影响以及是否存在差异。此外，本书将三类高管联结关系与高管联结的数量结合起来，从更深层次探究高管联结对公司经营与公司治理行为的影响。

目 录

第 1 章 绪论	1
1.1 选题背景与研究意义	1
1.2 研究目标、思路与方法	4
1.3 研究框架与主要内容	6
1.4 主要研究概念	9
1.5 研究创新点	11
第 2 章 理论基础和文献综述	13
2.1 理论基础	13
2.2 公司业绩相关文献综述	19
2.3 盈余管理相关文献综述	20
2.4 资本成本相关文献综述	23
2.5 高管联结文献综述	25
2.6 国内外文献述评	37
第 3 章 高管联结变量设计、样本选择和描述性统计	39
3.1 高管联结变量设计及度量	39
3.2 样本选择	42
3.3 描述性统计	42



第4章 高管联结对公司业绩影响的实证研究	53
4.1 概述	53
4.2 文献综述	54
4.3 制度背景分析与研究假设	58
4.4 研究设计	64
4.5 实证研究结果分析	67
4.6 小结	88
第5章 高管联结对盈余管理影响的实证研究	89
5.1 概述	89
5.2 文献综述	90
5.3 制度背景分析与研究假设	97
5.4 研究设计	103
5.5 实证研究结果分析	108
5.6 小结	130
第6章 高管联结对资本成本影响的实证研究	131
6.1 概述	131
6.2 文献综述	132
6.3 制度背景分析与研究假设	136
6.4 研究设计	141
6.5 实证研究结果分析	145
6.6 小结	166
第7章 研究结论	173
7.1 主要研究结论	173
7.2 政策建议	176

7.3 研究局限性及未来展望	177
参考文献	181
后 记	201

第1章 绪论

1.1 选题背景与研究意义

1.1.1 选题背景

近年来，微信、QQ、Facebook 等即时通信工具的广泛使用表明社会网络得到了迅速的发展。人与人之间的沟通交流发生了巨大的变化——越来越方便、快捷和高效。高效的社会网络沟通与交流不仅对个人的生活与工作产生了影响，而且对经济社会的发展也有巨大的影响。例如，公司高管作为社会网络中的一员，其所做出的公司经营与治理决策必然会受到社会网络的影响。因此，在学术研究方面，传统的公司经营以及公司治理等领域的研究也逐渐开始关注社会网络对传统研究主题的影响（Fracassi et al., 2012; Cai et al., 2012; Larcker et al., 2013）。

现代公司所有权与经营权分离，导致股东与公司管理层之间对公司具体情况的信息不对称，从而产生了两者之间的委托—代理问题，这也是许多公司财务与治理问题存在的根源；公司治理中的各项机制主要是缓解由于两权分离所产生的上述代理问题。由于委托—代理问题的存在，股东需要借助公司治理的各项机制通过监督以及激励两种方式，使得公司管理层的目标函数尽可能地与股东的目标函数一致——使公司利益最大化。公司在治理的一系



列治理机制中，主要实行的主体为董事会和监事会（以下统称为“治理层”，与公司的管理层相对应），公司的经营主要是由管理层完成，因此公司业绩的好坏、治理效率的高低以及股东利益能否得到最大程度的实现主要取决于管理层与治理层的每一项经济决策。然而，以往的关于管理层的公司经营效率与治理层的公司治理效率的研究，主要是以管理层与治理层的个人属性特征为主，例如，公司董事会的治理效率的代理变量主要是由董事会规模、会议次数、独立董事的比例以及专业背景等。此外，管理层的经营效率主要由管理层的学历、职业背景等作为代理变量。以往的研究并没有真正地观测到管理层与治理层的决策行为，更多的是以个人属性特征为出发点，观察其对经营与治理的影响，从相对间接的角度分析个人属性特征对经营与治理决策的影响。通过以上的分析我们发现，以往的研究比较关注的是公司高管的个人属性特征对其决策的影响，忽略了高管是社会网络中的一员，所以其各项决策必然会受到社会网络中各种信息资源以及其他成员的影响。因此，考虑到上述因素后，为了更加深入地研究公司管理层与治理层的决策行为的影响因素，找到新的研究视角显得尤为必要。本书将社会网络作为研究视角，使用理论分析与实证研究的方法检验了公司高管在社会网络中如何做出各项经营与治理决策。

公司高管的决策行为必然会受到其所处的社会网络的影响。社会学以及其他相关学科的学者们（例如罗家德等）认为，新古典经济学的研究中存在两点不足之处：其一在于人做任何决定时，不仅受到个人内在的影响，必然也会受到了其个体所处的社会网络关系的影响，同时还受到社会价值的约束。其二在于任何人所做的决策并不是在片刻之间，不仅需要考虑当时所处形式、个人需要、已知信息。此外，个人在做决策期间往往会与社会网络中的其他成员进行互动与交流，同时不断地修正自己对目前各种形式的观察，不断地收集与决策相关的情报，从而影响自身决策。基于以上分析，公司高管的决策不是其个人行为，必然受到社会网络中的信息资源与其他成员的影响。本书选取特定的社会网络，即公司高管之间通过在其他公司中兼任职位而形成的公司间联结网络，通过高管联结网络研究管理层与治理层的行为，



并通过对高管联结网络的不同的形成机理进行分析后,对公司经营与公司治理进行实证检验,得到相关的实证研究证据。

1.1.2 研究意义

目前,国内外关于高管社会网络联结关系的相关研究并不多见,已有的国内外关于社会网络与公司经营及治理的研究基本上集中于对董事等高管社会网络关系的经济后果的研究,如社会网络关系对公司治理以及公司经营业绩的影响等。本书以高管通过兼任职位所形成的联结网络关系的形成机理为研究视角对高管社会网络联结关系进行深层次的研究分析,为国内外社会网络研究的相关领域以及公司经营与治理的研究提供理论基础和研究证据。

首先,本书以高管社会网络联结关系的形成机理为研究切入点,对已有的社会网络联结关系进行深层次的分析与研究,探究其内在的属性特征,从本质上研究高管联结网络关系对公司治理以及公司经营业绩的影响途径与路线。本书为未来公司经营与治理领域中关于经营效率以及治理效率等问题的研究提供了新的视角,不仅可以从某些表面属性特征研究,也可以从社会网络属性特征展开研究。

其次,通过对研究数据的分析,我们发现,由高管通过兼任职位形成的高管联结已经成为普遍现象,因此厘清高管联结内在形成机理的影响对管理层的经营效率、董事会以及监事会等治理机制的有效发挥具有非常重要的作用。此外,通过对高管联结形成机理对公司经营以及治理的影响进行分析,有助于上市公司最大化高管联结的有利作用,提高公司价值。

最后,本书的研究主要是从高管联结的形成机理视角展开了对某些具有共同个人属性特征的高管所建立的联结关系是否对公司的经营与治理产生不同的影响。本书可以在一定程度上对证监会等相关监管机构关于现有的上市公司高管任职的限制条件提供一些实证研究的证据,可以作为未来相关政策制定的依据。例如,可以在一定程度上鼓励具有某些共同个人属性特征的高管人员在上市公司中通过兼任职务建立联结关系,有利于我国资本市场的稳定,同时可以提高上市公司的经营与治理效率。



1.2 研究目标、思路与方法

1.2.1 研究目标

本书以上市公司高管联结网络关系为研究对象，以该网络联结关系的形成机理为研究视角，运用理论与实证分析的方法深入探究了高管联结关系对上市公司的公司经营与治理方面的影响。

首先，本书定义高管联结关系为“公司的董事、监事以及公司的管理层（CEO、总经理、副总经理、财务总监等）通过在其他上市公司兼任职位而形成的联结关系”。然后通过对该联结关系的形成机理以及关系特征进行深入研究分析，将公司的高管按照职位来源不同分为“经营圈”“财务圈”与“治理圈”高管，分析了高管联结不同的形成机理以及联结特性。

其次，本书用社会网络分析方法构建了中国 A 股上市公司的高管联结的网络图谱，发现高管联结关系普遍存在于中国上市公司中。在此基础上，分析高管联结的形成机理与特征属性。

最后，结合高管联结网络的具体形成机理以及不同的网络特性，对高管联结与公司经营以及公司治理行为进行实证检验。本书将高管联结网络按照不同的形成机理具体分为“经营圈”高管联结、“财务圈”高管联结以及“治理圈”高管联结。此外，本书选取了公司业绩、盈余管理以及资本成本作为公司经营效率与公司治理效率的检验指标，检验高管联结的不同形成机理对公司经营以及公司治理的具体影响渠道与路线。

综上所述，本书结合社会网络相关理论与研究，以上市公司高管在其他公司兼任职位而形成的联结网络为研究对象，深入探究高管联结的形成机理，从理论和实证两部分研究了高管联结对公司经营以及公司治理行为的作用机理。



1.2.2 研究思路

鉴于高管通过兼任职位所形成的网络联结关系在上市公司中是一种较为普遍的现象,因此从社会网络视角下研究高管联结非常有必要。

首先,本书借鉴社会网络的定义,对本书的高管联结关系进行了严格定义,并在此基础上结合声誉激励理论、社会网络理论、社会资本理论、委托—代理理论、信息不对称理论以及信号传递理论等,研究了高管联结整体对公司经营以及公司治理行为的影响(公司业绩、盈余管理以及资本成本)。

其次,对高管联结的形成机理进一步分析后,将高管联结按照高管的共同个人属性特征“职务”的不同分为三类——“经营圈”“财务圈”以及“治理圈”高管联结,然后分别检验三类高管联结对公司业绩、盈余管理以及资本成本的影响有何异同。

再次,对高管联结数量的多少对公司经营与公司治理行为的影响,并将高管联结数量与不同“圈子”高管联结结合起来,以考察对公司业绩、盈余管理与资本成本的影响。

最后,经过实证检验后得到相关的结论,并在此基础上提出政策建议如图 1-1 所示。

1.2.3 研究方法

本书通过使用规范研究与实证研究结合的研究方法,全面地对高管联结以及其形成机理对公司经营与公司治理行为的影响展开分析与研究。

首先,通过阅读与梳理高管联结相关领域的国内外文献,通过对已有研究的分析和总结,对高管联结以及其形成机理的研究有了基本的思路,在此基础上,设计研究主题的研究路线与研究程序。

其次,对高管联结关系进行定义,并对其形成机理进行分析后将其按照高管的共同个人属性特征分为三大类(“经营圈”“财务圈”与“治理圈”高管联结),在此基础上,通过描述性统计、单变量检验、多元回归分析等实证研究方法对高管联结以及其形成机理的影响进行检验。

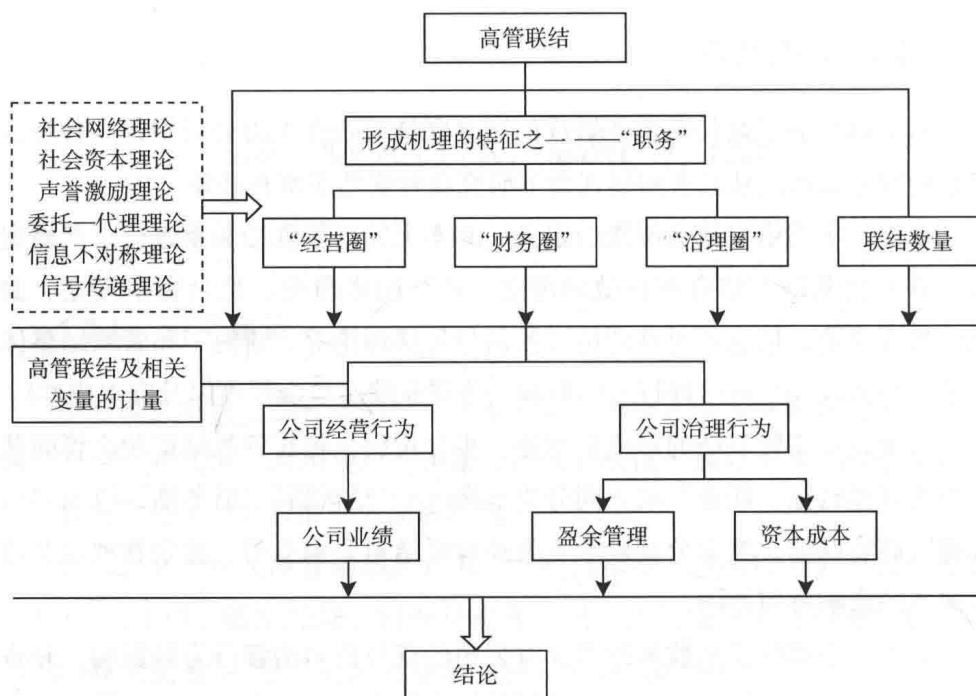


图 1-1 研究思路

最后，为了确保主要实证结果的稳健性，本书通过固定效应模型、滞后变量、变化值等实证研究方法对可能存在的内生性问题进行控制。

1.3 研究框架与主要内容

1.3.1 研究框架

研究框架如图 1-2 所示。



图 1-2 研究框架

1.3.2 主要内容

本书以上市公司高管的社会网络关系为研究视角，在严格定义高管联结关系后，对高管联结关系的形成机理深入研究，考察高管联结关系以及其形成机理的差异对公司经营、公司治理行为的影响渠道及路线。

第1章 绪论。本章提出本书的研究背景和研究意义；基于研究背景提出本书主要的研究问题、研究思路以及研究方法等。

第2章 理论基础和国内外文献综述。关于相关理论分析，本书以上市公司高管的社会网络关系为研究视角，因此需对相关社会网络理论进行分析，包括社会网络理论、镶嵌理论、社会资本理论等。此外，由于本书研究的是高管联结的经济后果（包括公司经营与公司治理两个方面），因此会涉及一些公司经营与治理方面的基本理论，如信息不对称理论、委托—代理理论、信号传递理论、声誉激励理论等。

本章主要针对与本书相关的国内外文献进行梳理与总结，并基于已有的研究做出相关的文献述评。本书主要涉及以下几个领域的研究文献：公司业绩、盈余管理、资本成本、高管网络联结（包括董事网络、独立董事网络等）、高管对公司治理效果以及公司经营业绩的影响等。通过对以上相关