

家庭地位与 CEO 薪酬

——家庭中“序”的公司治理作用*

□ 曹春方 张婷婷

领域编辑推荐语：

大多学者将“家”视为一个整体去分析公司的治理机制、战略决策以及绩效等重要的理论问题，本文则对“家”进行了剖析，发现了家庭中“序”的存在及其对公司治理所产生的作用。研究的结论表明，未来家族企业的研究很有必要将分析单元或研究对象延展到家庭内部的结构特性。

——贺小刚

“没有人是一座孤岛”

——约翰·多恩

摘要：植根于中国特色的“差序格局”社会关系，本文以家族企业中家庭与董事会融合为切入点，从外生血缘关系的家庭地位测量家庭中的“序”，结合“差”探讨“序”对 CEO 薪酬的影响。实证发现：①CEO 因处于不同家庭地位时薪酬出现分化，当 CEO 家庭地位较低时，薪酬更低；而 CEO 家庭地位较高时，薪酬更高；该结论在考虑了替代测量、测量误差以及 CEO 进入的内生性等稳健性检验之后仍然成立。这说明因 CEO 家庭地位的不同，存在差序格局中“序”的作用，并且家庭“序”与薪酬存在对称性。②这种对称性受 CEO 和亲属的家庭权力（是否年长）、社会权力（有无政治联系）和公司权力（是否兼任董事长、是否为控制人）影响，并且在 CEO 参与薪酬制定程度低或亲属参与程度高时更强。③进一步发现，低家庭地位 CEO 的薪酬随业绩变动的幅度更低，薪酬随超行业业绩表现提升的幅度也更小。同时还存在溢出效应，低家庭地位 CEO 公司中其他高管的薪酬也被降低；但高家庭地位 CEO 在薪酬随业绩变动和溢出效应上的作用均不明显。本文揭示了差序格局中家庭“序”在 CEO 薪酬中的治理作用，立体地拓展和补充了家族企业亲属涉入董事会的研究视角，对中国式公司治理尤其是家族企业治理理论和实践有参考价值。

关键词：差序格局；家庭中的“序”；家庭地位；CEO 薪酬；公司治理

* 本文受国家自然科学基金面上项目“社会网络与子公司布局：空间、类型与效果”（71672151）和教育部人文社会科学研究项目“企业社会责任履行偏好及动机研究——基于高管‘故乡情结’的分析视角”（2019040027）资助。本文在中山大学战略与创业创新团队、第十三届创业与家族企业国际研讨会汇报过，感谢李新春、李炜文等多位老师的有益评论。

一、引言

董事会中 CEO 的社会关系是近年公司治理研究关注的热点, 现有研究主要探讨了 CEO 与公司董事的友好关系 (friendly board) 的治理作用。这种友好关系的定义一般以 CEO 和董事之间多种社会关系联结来描述, 如 CEO 和董事是现在的同事、过去的同事、校友、具有相同的服役经历、毕业于同一所学校、出生地相同、首次就业于同类行业以及其他共同活动等 (Fracassi & Tate, 2012; Hwang & Kim, 2009)。董事会中的友好关系能够增加 CEO 在董事会中的话语权, 降低董事会对 CEO 的监督和约束, Fracassi 和 Tate (2012) 发现友好关系降低了公司价值, 增加了更多绩效较差的并购; Hwang 和 Kim (2009) 则发现 CEO 薪酬更高, 薪酬随业绩变动幅度更低, CEO 更替与业绩的相关性也更低。陆瑶和胡江燕 (2014) 进一步将中国特色的“老乡”纽带引入关系网络, 发现 CEO 与董事间的“老乡”关系会导致公司更倾向于出现积极的并购, 并且公司的综合财务风险也更高。^①

中国作为典型的关系型社会, 正如费孝通 (1947: 32) 在《乡土中国》中所阐述的: “中国社会是一种差序格局”, 并将之比喻成“把一块石头丢在水面上所发生的一圈圈推出去的波纹, 每个人都是他社会影响所推出去的圈子的

中心”。而阎云翔 (2006) 也指出: 差序格局是立体结构, 包含有横向的弹性的以自我为中心的“差”, 也包含有纵向的刚性的等级化的“序”。费孝通 (1947) 在强调因“差”而亲疏有别的同时, 也强调“差”中存在因人伦而分尊卑大小的等级, 并以上下尊卑之序的“十伦”或“五伦”加以解释。因此, 差序格局至少可以简单理解为两个概念的集合, “差”即以自我为中心的远近亲疏, “序”即尊卑上下的等级差异, 前者如投石入水波纹的横向圈层, 小圈亲近, 大圈疏远, 即为“差”; 后者如投石入水波纹的纵向深浅, 在不同的圈层涟漪中有高于和低于个体中心水平面的落差, 对应高于和低于个体的等级, 即为“序”。而在不同的圈层中, 序的概念存在差异, 因此, 结合“差”讨论“序”才能有具体含义。从现有研究看, CEO 与公司董事的友好关系研究虽然丰富, 但主要关注的仍然是亲疏有别的“差”, 而对等级化“序”的 CEO 社会关系却鲜有探讨。本文尝试探讨家庭圈层 (差) 中以不同家庭地位体现的等级 (序) 的公司治理作用。

对中国情景中“序”的直接测量无疑是困难的。本文中, 我们关注家族企业中的“序”。一方面, 家族企业在我国经济发展中占据着举足轻重的地位, 2010 年私营企业抽样调查数据显示, 私营企业中家族企业占比为 85.4%, 其中家族参与管理的比例占到了 65%^②; 即使在上市公司中, 家族企业数量也占到了民营上市

^① 更多的董事会友好关系无疑体现在家族企业亲属涉入的董事会中, 但大量研究将这种基于血缘的友好关系董事视为一个整体, 探讨其对家族控制、管理权威以及利他主义等多方面存在影响 (陈德球等, 2013a, 2013b; 贺小刚和连燕玲, 2009; 连燕玲等, 2011; Wu et al., 2007; 陈凌和陈华丽, 2014; 王明琳等, 2014; 杨学儒和李新春, 2009), 而较少关注 CEO 在其中的作用。

^② 详见 <http://news.qq.com/a/20111213/000107.htm>。

公司的 50.3%^①。另一方面,家族企业中,血缘关系无疑是“差”中最靠近自我的一环,大量家族企业亲属涉入董事会的研究也是由此出发(陈德球等,2013a,2013b;贺小刚和连燕玲,2009;连燕玲等,2011;Wu et al.,2007;陈凌和陈华丽,2014;王明琳等,2014;杨学儒和李新春,2009),而血缘所决定的家庭地位不容个人选择,家庭地位则是“序”在家庭中的一个具体体现,是一个可以被直接测度的“序”。随着社会的发展,当下社会中明确贵贱之分的等级制度已然消除,但基于血缘关系的家庭中的“序”却千年未变。家族企业亲属参与董事会,使得家庭与董事会融合,提供了公司治理中的“差”,而 CEO 相对于参与董事会亲属的家庭地位则体现了“序”。因此本文探讨的核心问题可以具体为:家族企业董事会中 CEO 相对于董事会亲属的家庭地位即家庭“序”,对 CEO 薪酬的影响。

我们选择从 CEO 薪酬层面观察 CEO 家庭地位的影响,其原因是:其一,董事会给 CEO 制定薪酬是重要的公司治理内容,不合理的 CEO 薪酬不仅影响着 CEO 个人,对公司其他员工也有着至关重要的影响。过高或过低的 CEO 薪酬所产生的负面影响被学者广泛关注(Wade et al.,2006;Fong,2010;Wang & Jiang,2017),Wade 等(2006)强调 CEO 薪酬中公平原则至关重要,过高或过低的 CEO 薪酬都会降低公司的组织水平。过高的 CEO 薪酬可能被视为代理问题(Bebchuk & Fried,2004;Cheng,2005;权小锋等,2010;方军雄,2011),也会扩大薪酬差

距,削弱团队合作、降低生产率和企业盈利(Bloom & Michel,2002;Firth et al.,2015);而过低的 CEO 薪酬则同样会带来员工离职(Wade et al.,2006)以及更差的利益相关者治理(Fong,2010)等。其二,公司众多重要事项均需要公司董事会甚至股东会共同投票做出,尤其是在亲属参与的董事会中,我们很难将常规企业行为指标与 CEO 个体做严格对接。而 CEO 薪酬体现了公司单独给予 CEO 的个人待遇,能更直接地反映本文的研究主题。其三,更重要的是,薪酬并非是简单的经济报酬,还是高管地位的象征(Main et al.,1993;Fredrickson et al.,2010)。即使在正常的薪酬评价体系中,CEO 的自由裁量权也是董事会为 CEO 制定薪酬的重要基础(Finkelstein & Hambrick,1998),而这两方面都跟“序”是直接相关的。因此探讨家庭地位对 CEO 薪酬的影响能较清晰地体现“序”的作用。

家族企业中家庭与董事会相融合,CEO 与亲属董事之间的家庭地位高低将家庭中的“序”带入了公司治理之中,这种家庭中的“序”影响着 CEO 在家庭中的权力和权利,进而影响到 CEO 在公司中的权力和权利,这在 CEO 薪酬上将体现为家庭地位与 CEO 薪酬的对称性分布影响。以 2007~2015 年我国 A 股上市公司中的家族企业为样本,本文进行了实证检验。研究发现:①家庭地位与 CEO 薪酬存在对称性。相比无亲属参与的董事会,当 CEO 相比董事会中亲属家庭地位较低时,其薪酬更低;而 CEO 家庭地位较高时,其薪酬更高,该结论在考虑了替

^① 详见 <http://www.chinabgao.com/freereport/62961.html>。

代测量、测量误差以及 CEO 进入的内生性等稳健性检验之后仍然成立。②我们区分家庭权力（是否年长）、社会权力（有无政治联系）和公司权力（是否兼任董事长、是否为控制人）三类权力。我们发现 CEO 低家庭地位低薪酬主要体现在 CEO 这些权力较小或亲属这些权力较大的公司中，而 CEO 高家庭地位高薪酬主要体现在 CEO 这些权力较大或亲属这些权力较小的公司中，并且 CEO 和亲属参与薪酬制定程度不同也会影响“序”对 CEO 薪酬的影响，“序”的影响在 CEO 参与程度低或亲属参与 CEO 薪酬制定程度高时更强。③我们还进一步考察了 CEO 家庭地位影响下的 CEO 薪酬业绩敏感性和溢出效应，发现低家庭地位 CEO 的薪酬业绩敏感性更低，CEO 薪酬随超行业业绩表现提升的幅度也更小；并且低家庭地位 CEO 公司中其他高管的薪酬也被降低；但高家庭地位 CEO 在薪酬—业绩敏感性和溢出效应上均不明显。

相比现有研究，本文的贡献如下：第一，首次通过外生血缘关系所决定的 CEO 家庭地位测量家庭中的“序”，拓展了中国特色的董事会中 CEO 社会关系的治理作用。现有研究重点关注了 CEO 与公司董事的友好关系的治理作用，阐述了亲疏有别的“差”对公司治理的影响（Fracassi & Tate, 2012；Hwang & Kim, 2009；陆瑶和胡江燕，2014）。但在中国情景中，董事会中 CEO 的社会关系还存在“序”的可能，借助家族企业董事会中亲属参与家庭与董事会的融合，本文以家庭地位测量了这种“序”。“序”是一个相对概念，本文实证发现 CEO 家庭地位的高低与其薪酬高低存在“序”的对称

性。该发现也较好地解释了现有研究家族 CEO 对其薪酬影响的文献矛盾，如王琨和徐艳萍（2015）发现家族成员高管能够获得更高的现金薪酬；而赵宜一和吕长江（2015）则发现家族亲属任 CEO 的薪酬契约需求是更低的，这些矛盾可能是忽略了中国特色的董事会中“序”的影响所导致的。

第二，本文是现有家族企业亲属涉入董事会研究视角的一个立体拓展和补充。亲属涉入董事会是家族企业中家族涉入的重点研究内容，现有研究主要将亲属涉入董事会视为亲缘关系在家族企业中“差”的不同形式体现，探讨了其对家族控制、管理权威以及利他主义等方面的作用（陈德球等，2013a，2013b；贺小刚和连燕玲，2009；连燕玲等，2011；Wu et al., 2007；陈凌和陈华丽，2014；王明琳等，2014；杨学儒和李新春，2009）。本文则重点探讨了亲属涉入董事会中的所产生的“序”，在 CEO 薪酬上证实了这种序与薪酬的对称性。

第三，拓展和丰富了 CEO 权力与 CEO 薪酬的相关研究。从 CEO 权力角度探讨 CEO 薪酬是近年来公司治理研究的重要问题（Bebchuk & Fried, 2004；Cheng, 2005；权小锋等，2010；王雄元和何捷，2012；方军雄，2011），本文则以血缘关系决定的家庭地位——这一外生的序探讨了其对 CEO 薪酬的影响，以家庭地位产生的“CEO 权力”拓展了现有 CEO 权力的相关研究。

下文安排如下：第二部分为制度背景与研究假设；第三部分为研究设计；第四部分为实证结果，分析了家庭地位对 CEO 薪酬的对称性影响；第五部分进一步讨论这种对称性在 CEO

和亲属董事不同权力及参与薪酬制定影响下的差异，以及家庭地位影响下的 CEO 薪酬—业绩敏感性和溢出效应等扩展性影响；最后为结论。

二、制度背景与研究假设

（一）制度背景

“西方尚平等，中国分尊卑”是中西方文化的一个主要差别（阎云翔，2006）。严复很早就《论世变之亟》指出“中国首重三纲而西人最明平等”（严复，1894）；梁漱溟则认为“几千年来维持中国社会安宁的就是尊卑大小四字”（梁漱溟，1996/1921 [上]：22），由此可见“序”贯穿于中国文化，而“尊卑大小”是序的直观体现。而在差序格局的社会结构下，脱离差而讨论序是不现实的，甚至可以说差是序的基础。费孝通（1947：27）以“伦”来描述差序，指出“伦是有差等的次序”，“伦重在分别……‘不失其伦’是在别父子、远近、亲疏”，“这个人和人往来所构成的网络中的纲纪，就是一个差序，也就是伦”。结合由己及人的“差”的一圈圈推出去，圈中自有尊卑大小之高低，因此“序”在不同的圈内可能呈现不同的形态。梁漱溟（1996/1921 [上]：93）对此有一段精彩的阐述：“中国人原来各个都是顺民，同时亦个个都是皇帝。当他在家里关起门来，对于老婆孩子，他便是皇帝。出得门来，以其恭顺和平之第二天性，及其独擅之‘吃亏哲

学’，遇事随和，他便是顺民。”这说明家庭的“序”与社会的“序”是分割的，家庭中的“序”具有独特性。

家庭的“序”产生于血缘关系。费孝通（1947：101）对此的描述是：“血缘所决定的社会地位不容个人选择。世界上最用不上意志，同时在生活上又是影响最大的决定，就是谁是你的父母。……血缘社会的基础中，人和人的权利和义务根据亲属关系来决定，长幼之间发生了社会的差次，年长的对年幼的具有强制和权力。”此处，序由血缘演化的家庭地位所决定，并由此产生相对的权力，并且这种权力局限在家庭中，有别于社会权力。

参考阎云翔（2006）对“序”的讨论，我们可以进一步将家庭中的“序”简单解构成家庭内部权利（rights）和权力（power）的不对等。高家庭地位者比低家庭地位者享有更多的权利，也因此可以对低家庭地位者施行权力；而低家庭地位者则对高家庭地位者负有更多的义务，特别是服从或听话的义务，同时在权利和权力两方面处于劣势。这种权利与义务的不对等有典型的序特征，其维系由血缘关系自发、伦理规范甚至法律完成。在中国历史上，非正式的礼俗和正式的法律都对家庭中的“序”有一定的规制，前者如子女不可直呼父母名讳，由此演化为中国文学中独特的避“家讳”或“私讳”；后者如旧式法律忤逆父母可处极刑^①，甚至子女未经父母允许使用家中财

^① 《大清律例·刑律·斗殴下》“殴祖父母父母”律条规定：“凡子孙殴祖父母、父母，及妻妾殴夫之祖父母，父母者，皆斩。杀者，皆凌迟处死。过失杀者，杖一百、流三千里；伤者，杖一百、徒三年。”

物也可入刑^①。传统文化中的“三纲”中也描述了“父为子纲，夫为妻纲”的家庭中“序”的特征。

具体到本文的研究问题，家族式治理是世界范围内大多数地区公司治理主要模式（La Porta et al., 2002），家族成员的涉入是家族企业区别于其他私营企业最主要的特征之一（Zellweger, 2007；杨学儒和李新春，2009）。在中国情景下，亲属涉入董事会使得家族企业CEO与其他家庭成员同时存在于董事会中，而家庭成员中天然会存在家庭中的序，这种序在家庭与董事会融合之后同样将在董事会中发挥作用。家族中“序”的“支配顺从”关系构成了上下垂直的权力链条，家长所拥有的权威至高无上，其余家庭成员则依据各自的角色（如年龄、亲缘关系等）规范选择服从。这种序映射到家族企业中，则会呈现家族企业中的家族化的权力分配，Redding（1993）也强调海外华人家族企业主要借助家长权威、差序格局、尊卑有序等家族伦理来协调关系。在此基础上，我们尝试从中国情景下的CEO家庭地位产生的“序”出发，探讨家庭地位对CEO薪酬的影响。

（二）研究假设

现有对CEO薪酬的研究可以简要分为两个框架。其一，作为薪酬制定方，在标准的薪酬评价体系中，CEO的薪酬是董事会根据合理预期CEO在公司中所能发挥的作用制定的（Finkelstein & Hambrick, 1998）。这种合理预期建立在CEO能够在多大程度上影响公司发展，而CEO的自由裁量权（managerial discretion）是

其中的重要维度之一（Hambrick & Finkelstein, 1987），Finkelstein 和 Boyd（1998）进一步发现CEO的自由裁量权是影响CEO薪酬的重要因素，较高自由裁量权的CEO能获得更高的薪酬。其二，作为薪酬获得方，大量研究认为CEO个人也会影响其薪酬。如CEO可以为自身争取高薪酬进行薪酬辩护（谢德仁等，2014；罗宏等，2014），更重要的是，CEO可以通过其权力影响薪酬设计过程，获得更高薪酬（Bebchuk & Fried, 2004；Cheng, 2005；王克敏和王志超，2007；权小锋等，2010；王雄元和何捷，2012）。而劳动经济学和管理学则进一步强调高管薪酬是地位的象征，而非简单的经济效应（Main et al., 1993；Fredrickson et al., 2010），这也会导致CEO个人对薪酬的追求和影响。我们尝试在这两个框架下讨论家庭地位影响下的CEO薪酬。

实际上，这两部分的研究一定程度上具有统一性，CEO权力会带来更多的自由裁量权，让董事会预期CEO将发挥更大作用来制定薪酬；CEO权力也会更容易影响董事会在薪酬制定过程中的客观性，一定程度上可以视为CEO权力在薪酬制定和薪酬获得方不同视角的两种反映。亲属涉入董事会使得家族企业董事会中存在家庭关系，我们将CEO相对于亲属董事家庭地位低设定为低家庭地位CEO，而CEO相对亲属董事家庭地位高设定为高家庭地位CEO。

在家庭地位的影响下，低家庭地位CEO的

^① 《大清律例·户律·户役》“卑幼私擅用财”律条规定：“凡同居卑幼，不由尊长，私擅用本家财物者，十两，笞二十，每十两加一等，罪止杖一百。”

家庭权利和权力是被限制的，当家庭与董事会融合之后，这种家庭地位的弱势也会被迁移进董事会中，导致其更低的薪酬。其一，董事会方面。低家庭地位 CEO 的权力是被限制的，董事会会对 CEO 在公司中发挥的作用预期会被打折扣。首先，在董事会的监督下，其对公司的具体决策中往往需要更多征求董事会中高家庭地位者的意见，或者其在决策前需要更多考虑董事会中高家庭地位者的想法。由此 CEO 的自由裁量权受到限制，降低董事会对其作用发挥的预期，进而董事会更倾向为其制定一个较低的薪酬（Finkelstein & Boyd, 1998）。其次，即使 CEO 做出了更多的贡献，也会被认为是在董事会中高家庭地位者的指引以及帮助下完成的，会被不完全或完整地评价其所发挥的作用。这些情况不仅适用于一般董事，在高家庭地位亲属董事中会更强，高家庭地位亲属董事会更多赋予自身对 CEO “保驾护航” 以及 “把关” 的作用，这些作用会进一步削弱其对 CEO 发挥作用的预期，进而给 CEO 制定较低的薪酬。其二，CEO 方面。CEO 薪酬会被公开披露，使得 CEO 薪酬不仅是经济报酬也是外界对其身份地位的判断维度（Main et al., 1993; Fredrickson et al., 2010），现实中后者甚至更为重要。这使得家族 CEO 有较强的社会动机追求更高薪酬，但低家庭地位 CEO 被限制的权力也会影响其获得更少的权利，其高薪需求难以实现。一方面，低家庭地位者在与高家庭地位者的薪酬谈判中难以占据优势；另一方面，在家庭伦理影响下，CEO 需要尊重高家庭地位董事，在高家庭地位者面前更多保持一个 “学习者” 的身份定位，较低的 CEO 薪酬能更好地向公众传递

这种身份定位。

而高家庭地位 CEO 的家庭权利和权力是被放大的，家庭地位的强势也会被迁移进董事会中，导致其更高的薪酬。其一，董事会方面。高家庭地位 CEO 使得其拥有较高的家庭权威，进而影响董事会中任职的家庭成员董事。因此，按照 Finkelstein 和 Boyd（1998）自由裁量权影响 CEO 薪酬制定的逻辑，在家庭地位的影响下，高家庭地位 CEO 在董事会中拥有更大的权力，其相对的 CEO 自由裁量权也更高，董事会尤其是低家族地位成员董事会预期 CEO 在公司中能发挥更大的作用，进而为 CEO 制定更高的薪酬。其二，CEO 方面。由于薪酬的社会地位属性（Main et al., 1993; Fredrickson et al., 2010）作为家庭的权威，高家庭地位 CEO 需要一个更高的薪酬在公司内部彰显和匹配其更高的权威地位；并且由于其较高的家庭地位，CEO 一定程度上更多代表了家族企业，其也需要一个较高的薪酬以维持其面向公众的与家庭地位相对称的社会形象。而在亲属参与的董事会中，高家庭地位使得 CEO 被放大的权力也会影响其获得更多的权利，其可以利用家庭地位的影响让这种高薪更容易实现。

由此，我们相应提出一个 “序” 影响 CEO 薪酬的对称性假说：

Ha: 与董事会中无亲属参与的 CEO 相比，CEO 相对于亲属董事的家庭地位较低，其薪酬更低。

Hb: 与董事会中无亲属参与的 CEO 相比，CEO 相对于亲属董事的家庭地位较高，其薪酬更高。

三、研究设计

(一) 数据

财政部新颁布的《企业会计准则》于 2007 年开始实施，上市公司信息披露也在此之后有更好的完善，本文相应选取 2007~2015 年 A 股上市家族企业为初选样本，剔除 CSMAR 数据库中财务数据缺失、公司治理数据缺失以及金融行业的公司。由于本文探讨家族涉入董事会的情况，我们参考相关文献（贺小刚和连燕玲，2009；连燕玲等，2011；陈德球等，2013a，2013b），界定家族上市公司样本标准：①最终控制者能追踪到自然人或家族；②最终控制者直接或间接持有的公司必须是被投资上市公司第一大股东；③企业的创立者或其家族成员为公司董事。^①需要说明的是，公司中董事会的亲属关系数据并非强制披露，如果将无法获得以及难以查找到亲属关系的数据全部归为无亲属关系类型，则会存在严重的信息披露的选择性偏差。我们相应对此进行了特殊处理：其一，我们尽量从更多的渠道获得公司高管的亲属关系信息，我们从以下四种途径获得并校对这些亲属关系数据：①公司招股说明书中披露的董监高中的亲属关系；②内部人交易所涉及的亲属关系；③CSMAR 人物特征数据中获取的亲属关系数据；④在百度、必应等搜索引擎搜索的 CEO 及其他董事姓名亲属关系。其二，我们将样本缩小在至少能找到一组董监高亲属关系的

样本，我们认为公司中至少披露了一组亲属关系，那么公司的信息披露政策中至少没有刻意不披露该信息，以此缓解信息披露的选择性偏差问题。

经过以上选择，我们最终获得的可用样本为 2114 家公司年度样本，样本分布如表 1 所示，其中 CEO 在董事会中有亲属关系董事的公司有 650 家（30.75%），CEO 亲属为父母的有 153 家（7.24%）、为配偶的有 162 家（7.66%）、为子女的有 50 家（2.37%）、为兄弟姐妹的有 199 家（9.41%）、为其他非直系亲属的有 86 家（4.07%）。而其余的公司（69.25%）则为董事会中家族 CEO 单独任职或者家族企业聘请的职业经理人 CEO。

表 1 亲属参与董事会样本分布

CEO 亲属关系分类	亲属	父母	配偶	子女	兄弟姐妹	其他非直系
总样本量（家）	2114	2114	2114	2114	2114	2114
子样本量（家）	650	153	162	50	199	86
占比（%）	30.75	7.24	7.66	2.37	9.41	4.07

(二) 模型

我们构建模型（1）检验假设本文的假说。

$$\ln(CEO\ comp) = \alpha_0 + \alpha_1 Low\ family\ status\ CEO + \alpha_2 High\ family\ status\ CEO + \alpha_3 X + \varepsilon \quad (1)$$

被解释变量为 CEO 薪酬，参考现有文献以 CEO 个人年度薪酬的对数测量（罗进辉，2018；王旭和王非，2019），数据来源于 CSMAR 数据

^① 第三条为陈德球等（2013a，2013b）的家族企业界定标准，他们的研究中还进一步限制了“企业创立者或者其家族成员为公司第一大股东，并持有至少 10% 的股份”，比我们第一条标准略严格，我们比对了样本，发现按此标准调整后仅仅少了 32 个样本，后续回归结果也未发生实质性变化。

库披露的 CEO 个人的薪酬。解释变量为 CEO 相对于涉入董事会亲属的家庭地位。社会学文献中常见以“家庭事务决定权”“个人在家庭生活各方面的自主权”来解析家庭地位（徐安琪，2005），但囿于数据的可得性，我们难以直接测量这种实质性的家庭地位。而家庭地位毋庸置疑地受血缘关系影响，并且现实中往往是决定家庭地位的第一要素；另外血缘关系是外生的，一经形成终生不变。本文中，我们以血缘关系类型直接区分 CEO 家庭地位，在以 CEO 为中心的差序格局中，父母的家庭地位是明显高于 CEO 自身的；而其他类型血缘关系的家庭地位则不会那么明显，甚至低于 CEO 自身；非直系亲属则处于更远一环，我们也将之归类到相对低家庭地位一类。我们定义两类不同家庭地位的 CEO。其一，低家庭地位 CEO（low family

status CEO），当参与董事会的亲属为 CEO 父母时，CEO 的家庭地位较低，取值为 1，否则为 0。其二，高家庭地位 CEO（high family status CEO），当参与董事会的亲属为 CEO 配偶、子女、兄弟姐妹以及其他非直系亲属时，CEO 的家庭地位较高，取值为 1，否则为 0。同时，我们在稳健性检验中，一一列出这些血缘关系并在后续实证中讨论 CEO 及亲属的年龄特征对家庭地位因素影响。

控制变量参考现有文献（Hwang & Kim，2009；Butler & Gurun，2012）进行设置，具体变量定义及说明如表 2 所示。我们还控制了行业和年度虚拟变量，以控制行业和年份的宏观因素影响。行业根据中国证监会公布的《上市公司行业分类指引》分类，制造业为 2 级分类，共 21 个行业。

表 2 变量定义及说明

变量名称		变量说明
被解释变量	CEO 薪酬	CEO 个人年度报酬取对数
解释变量	低家庭地位 CEO	参与董事会的亲属为 CEO 父母时，CEO 的家庭地位较低，取值为 1，否则为 0
	高家庭地位 CEO	参与董事会的亲属为 CEO 配偶、子女、兄弟姐妹以及其他非直系亲属时，CEO 的家庭地位较高，取值为 1，否则为 0
公司特征	规模	企业总资产的自然对数
	负债	总负债比上总资产
	盈利能力	净收益与总资产比值
	成长性	托宾 Q 值以市值比上资产计算
公司治理	第一大股东持股	第一大股东持股比例
	第二到第五大股东持股	第二到第五大股东持股测量的股权制衡程度
	董事会人数	年报披露的董事会人数
	独董比例	独立董事在董事会中人数占比
	两权分离度	现金流权和控制权的两权分离度

续表

变量名称		变量说明
CEO 特征	家族 CEO	CEO 属于家族成员则取值为 1，否则为 0
	男性 CEO	CEO 为男性则取值为 1，否则为 0
	CEO 持股比例	CEO 持有的股票占比
稳健性 检验部分 涉及变量	其他高管薪酬	(高管前三名薪酬总额——CEO 薪酬) /2，再取自然对数测量
	亲属_儿女	董事会中家庭成员为 CEO 儿女，则取值为 1，否则为 0
	亲属_兄弟姐妹	董事会中家庭成员为 CEO 兄弟姐妹，取值为 1，否则为 0
	亲属_兄弟姐妹_年长	董事会中家庭成员为 CEO 兄弟姐妹，且年龄大于中值取值为 1，否则为 0
	亲属_兄弟姐妹_年轻	董事会中家庭成员为 CEO 兄弟姐妹，且年龄小于中值取值为 1，否则为 0
	亲属_配偶	董事会中家庭成员为 CEO 配偶，则取值为 1，否则为 0
	其他亲属	董事会中家庭成员为 CEO 亲属，且非父母、儿女、兄弟姐妹及配偶，则取值为 1，否则为 0
	其他亲属_年长	将其他亲属按年龄划分，高于中值则取值为 1，否则为 0
	其他亲属_年轻	将其他亲属按年龄划分，低于等于中值取值为 1，否则为 0
工具变量	孝子懿行牌坊数量	分省孝子懿行牌坊数量
	贞妇节女牌坊数量	分省贞妇节女牌坊数量

(三) 描述性统计

主要变量的描述性统计如表 3 中 Panel A。CEO 薪酬对数平均（中）值为 12.903（12.948），CEO 中有 58.8%为家族成员担任。将 CEO 亲属参与董事会的类型分类，低家庭地位 CEO 均值为 0.072，高家庭地位 CEO 均值为 0.235。CEO 中 90%为男性，平均持股 11.8%。

我们进一步对 CEO 相对家庭地位进行分组，检验了 CEO 薪酬的组间差异，结果如 Panel B 所示。低家庭地位 CEO 相比非低家庭地位 CEO 薪酬均（中）值低 0.220（0.127），并且有显著差异；而高家庭地位 CEO 相比非高家庭地位 CEO 均（中）值高 0.132（0.066），并且有显著差异，这与我们的假说是一致的。我们也提供了主要变量之间的皮尔逊相关系数表，如 Panel C 所示。

四、实证结果与分析

(一) 主要回归结果

我们将数据代入模型，回归结果如表 4 所示。我们依次加入低家庭地位 CEO、高家庭地位 CEO 以及两者一同放入回归，均发现低家庭地位 CEO 低薪酬，高家庭地位 CEO 高薪酬的结论，该结果不管在无控制变量（第 1~3 栏）还是有控制变量（第 4~6 栏）的回归中均稳健，都在 1%和 5%水平上显著。证实了本文的假说，这种家庭中的“序”呈现对称性，CEO 因家庭地位高低而呈现薪酬高低。以第 6 栏为例，具体边际效应为 CEO 因低家庭地位降低了 20.2%的薪酬，而因高家庭地位增加了 9.1%的薪酬。

表 3 描述性统计

Panel A: 主要变量的描述性统计														
stats	N	Mean	SD	25%	Median	75%								
CEO 薪酬	2114	12.903	0.740	12.520	12.948	13.369								
低家庭地位 CEO	2114	0.072	0.259	0.000	0.000	0.000								
高家庭地位 CEO	2114	0.235	0.424	0.000	0.000	0.000								
家族 CEO	2114	0.588	0.492	0.000	1.000	1.000								
男性 CEO	2114	0.904	0.295	1.000	1.000	1.000								
CEO 持股比例	2114	0.118	0.154	0.000	0.038	0.209								
两权分离度	2114	4.375	7.196	0.000	0.000	6.449								
第一大股东持股	2114	35.293	13.683	24.279	34.507	45.000								
第二到第五大股东持股	2114	23.272	10.877	14.331	22.536	30.978								
董事会人数	2114	8.378	1.450	7.000	9.000	9.000								
独董比例	2114	0.374	0.051	0.333	0.333	0.429								
规模	2114	21.371	0.884	20.739	21.247	21.860								
负债率	2114	0.322	0.194	0.163	0.292	0.457								
资产收益率	2114	0.065	0.053	0.033	0.062	0.094								
托宾 Q	2114	3.066	1.896	1.785	2.473	3.765								
Panel B: CEO 薪酬的分组统计														
	Mean	Median		Mean	Median									
低家庭地位 CEO = 0	12.919	12.948	高家庭地位 CEO = 0	12.872	12.924									
低家庭地位 CEO = 1	12.699	12.821	高家庭地位 CEO = 1	13.004	12.990									
差异 (0~1)	0.220 ***	0.127 ***	差异 (0~1)	-0.132 ***	-0.066 **									
Pvalue/Z value	3.55	3.05	P value/Z value	-3.48	-2.50									
Panel C: 皮尔逊相关系数														
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
(1) CEO 薪酬	1													
(2) 低家庭地位 CEO	-0.077 *	1												
(3) 高家庭地位 CEO	0.076 **	-0.155 *	1											

续表

Panel C: 皮尔逊相关系数														
(4) 家族 CEO	0.006	0.215 **	0.426 **	1										
(5) 男性 CEO	0.065 **	-0.014	-0.096 *	-0.035	1									
(6) CEO 持股比例	-0.041 *	-0.052 *	0.277 **	0.526 **	-0.013	1								
(7) 两权分离度	0.078 **	0.013	-0.052 *	-0.090 *	0.055 **	-0.324 *	1							
(8) 第一大股东持股	-0.033	-0.043 *	0.146 **	0.051 **	-0.038 *	0.101 **	0.229 **	1						
(9) 第二到第五大股东持股	0.050 **	0.078 **	0.064 **	0.087 **	-0.066 *	0.086 **	-0.093 *	-0.398 *	1					
(10) 董事会人数	0.056 **	-0.046 *	-0.041 *	-0.120 *	0.068 **	-0.078 *	0.129 **	-0.151 *	-0.009	1				
(11) 独董比例	0.011	0.017	0.079 **	0.145 **	-0.071 **	0.135 **	-0.141 *	0.170 **	-0.040 *	-0.567 *	1			
(12) 规模	0.374 **	0.038 *	-0.018	-0.047 *	0.073 **	-0.133 *	0.124 **	0.046 **	-0.064 *	0.109 **	0.057 *	1		
(13) 负债率	0.055 **	0.040 *	-0.121 *	-0.092 *	0.056 **	-0.154 *	0.111 **	0.026	-0.198 *	0.048 **	0.008	0.496 **	1	
(14) 资产收益率	0.182 **	-0.045 *	0.059 ***	0.051 **	-0.005	0.058 **	0.036 *	0.117 **	0.123 **	0.031	0.053 *	-0.02	-0.360 *	1
(15) 托宾 Q	0.002	-0.078 **	0.032	0.008	-0.040 *	0.076 **	-0.070 *	-0.002	0.053 **	-0.055 *	0.047 *	-0.272 *	-0.225 *	0.313 ***

注：Panel B 中 * 为分组差异的 t 检验和 z 检验差异程度，* $p < 0.1$ ，** $p < 0.05$ ，*** $p < 0.01$ 。

表 4 CEO 家庭地位与薪酬回归结果

变量	CEO 薪酬					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
低家庭地位 CEO	-0.184 ** (-3.10)		-0.155 ** (-2.58)	-0.240 ** (-4.04)		-0.202 ** (-3.27)
高家庭地位 CEO		0.125 *** (3.64)	0.110 *** (3.15)		0.128 *** (3.60)	0.091 ** (2.46)
家族 CEO				0.086 ** (2.25)	-0.001 (-0.02)	0.048 (1.13)
男性 CEO				0.118 ** (2.02)	0.131 ** (2.22)	0.126 ** (2.16)
CEO 持股比例				-0.052 (-0.43)	0.036 (0.30)	-0.045 (-0.37)
两权分离度				0.007 *** (3.16)	0.008 *** (3.38)	0.008 *** (3.24)
第一大股东持股				-0.003 ** (-2.15)	-0.004 *** (-2.70)	-0.003 ** (-2.48)
第二到第五大股东持股				0.003 ** (2.29)	0.002 * (1.67)	0.003 ** (2.03)
董事会人数				0.008 (0.72)	0.007 (0.60)	0.007 (0.59)
独董比例				0.140 (0.41)	0.130 (0.38)	0.129 (0.37)
规模				0.315 *** (13.11)	0.314 *** (13.08)	0.314 *** (13.15)
负债率				-0.300 ** (-2.49)	-0.286 ** (-2.38)	-0.284 ** (-2.37)
资产收益率				2.204 *** (5.57)	2.250 *** (5.70)	2.225 *** (5.64)
托宾 Q				0.016 (1.37)	0.017 (1.47)	0.016 (1.36)
常数项	12.433 ** (83.23)	12.416 ** (84.27)	12.417 ** (84.23)	5.419 *** (10.31)	5.491 *** (10.50)	5.473 *** (10.50)
行业和年度固定效应	Y	Y	Y	Y	Y	Y
观察值	2114	2114	2114	2114	2114	2114
拟合优度	0.097	0.098	0.100	0.247	0.245	0.249

注：括号内为 t 值并经过行业的 Cluster 调整，* $p < 0.1$ ，** $p < 0.05$ ，*** $p < 0.01$ 。下表同。

控制变量中,公司规模、盈利能力、两权分离、男性 CEO 与 CEO 薪酬显著正相关,负债率与 CEO 薪酬显著负相关,这与我们的直觉以及相关文献是一致的。第一大股东持股与 CEO 薪酬负相关,而股权制衡与 CEO 薪酬显著正相关,这可能是大股东监督降低了 CEO 薪酬,而股权制衡之下股东的监督作用会被弱化,内部人在薪酬上更占优。家族 CEO 仅在第(4)栏与 CEO 薪酬显著正相关;但在加入高家庭地位 CEO 之后显著性消失,这说明家族 CEO 获得更高薪酬的效应主要体现在家庭地位高的 CEO 身上,当控制了高家庭地位 CEO 之后,该效应并不存在。其他变量均未表现出稳定的显著性。

(二) 稳健性检验

由血缘关系决定的家庭地位具有外生性,

CEO 薪酬并不会影响到血缘关系,但我们的结论仍然受到一些其他方面的因素影响,我们从以下几个方面对以上结论进行稳健性检验。

(1) 替代性测量。大公司与小公司的 CEO 薪酬往往存在较大差异,我们以 CEO 薪酬比上总资产以进一步调整公司规模影响下的 CEO 薪酬,回归结果如表 5 第 1 栏所示,结论不变。

(2) 不同 CEO 比较。在表 4 的回归结果中,我们实际上有四组 CEO:高家庭地位 CEO、低家庭地位 CEO、单独在董事会中任职的家族 CEO、家族聘请的职业经理人 CEO。我们单独对比高(低)家庭地位 CEO 与家族 CEO 单独任职情况,结果如表 5 第 2 栏所示;单独对比高(低)家庭地位 CEO 与职业经理人 CEO,结果如表 6 第 3 栏所示。结论均稳健。

表 5 稳健性检验回归结果

变量	CEO 薪酬/资产	CEO 薪酬			
	不同 CEO 类型比较				
	替代测量	剔除职业 CEO	剔除单独 CEO	家庭地位分解	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
低家庭地位 CEO	-0.005 *** (-3.80)	-0.245 *** (-3.72)	-0.089 * (-1.83)	-0.202 *** (-3.28)	-0.202 *** (-3.28)
高家庭地位 CEO	0.002 * (1.94)	0.075 ** (1.98)	0.212 *** (4.45)		
亲属_儿女				0.283 *** (3.99)	0.283 *** (3.99)
亲属_兄弟姐妹				0.033 (0.74)	
亲属_兄弟姐妹_年长					0.037 (0.62)
亲属_兄弟姐妹_年轻					0.029 (0.53)
亲属_配偶				0.169 *** (2.90)	0.169 *** (2.89)

续表

变量	CEO 薪酬/资产	CEO 薪酬			
	不同 CEO 类型比较				
	替代测量	剔除职业 CEO	剔除单独 CEO	家庭地位分解	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
其他亲属				-0.018 (-0.26)	
其他亲属_年长					-0.042 (-0.39)
其他亲属_年轻					0.005 (0.06)
家族 CEO	0.001 (0.88)			0.048 (1.15)	0.048 (1.14)
男性 CEO	0.003 ** (2.15)	0.172 *** (2.64)	0.171 (1.49)	0.148 ** (2.48)	0.146 ** (2.41)
CEO 持股比例	-0.002 (-0.67)	0.077 (0.58)	-0.349 ** (-2.16)	-0.059 (-0.49)	-0.060 (-0.48)
两权分离度	0.000 *** (3.41)	0.010 *** (3.07)	0.007 *** (3.32)	0.008 *** (3.19)	0.008 *** (3.18)
第一大股东持股	-0.000 *** (-2.58)	-0.006 *** (-3.36)	-0.001 (-0.44)	-0.003 ** (-2.56)	-0.003 ** (-2.57)
第二到第五大股东持股	0.000 *** (3.60)	0.002 (0.82)	0.004 (1.47)	0.003 ** (2.03)	0.003 ** (2.01)
董事会人数	-0.000 (-0.77)	0.047 *** (3.39)	-0.012 (-0.47)	0.009 (0.76)	0.009 (0.75)
独董比例	0.003 (0.31)	1.103 *** (2.83)	-0.128 (-0.51)	0.197 (0.57)	0.197 (0.57)
规模	-0.014 *** (-23.97)	0.282 *** (8.40)	0.322 *** (9.86)	0.314 *** (13.09)	0.315 *** (13.03)
负债率	-0.001 (-0.45)	-0.291 * (-1.73)	-0.199 * (-1.67)	-0.301 ** (-2.50)	-0.304 ** (-2.51)
资产收益率	0.036 *** (4.03)	2.588 *** (4.44)	2.013 *** (3.43)	2.197 *** (5.54)	2.193 *** (5.50)
托宾 Q	0.001 ** (2.25)	-0.022 (-1.50)	0.035 ** (2.17)	0.015 (1.28)	0.015 (1.29)
常数项	0.308 *** (24.20)	6.051 *** (8.30)	5.220 *** (10.28)	5.414 *** (10.29)	5.400 *** (10.22)
行业和年度固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
观察值	2114	1243	1499	2114	2114
拟合优度	0.440	0.263	0.300	0.253	0.253

(3) 测量误差。我们以血缘关系为依据判断了家庭地位，我们将 CEO 的非父母类亲属关系全部归纳为高家庭地位 CEO，这种测量可能存在一定的误差，我们把这种判断的原始类型放入回归，结果如表 5 第 4 栏所示。结果显示子女和夫妻关系董事确实增加了 CEO 的薪酬，而兄弟姐妹和其他亲属关系董事并不影响 CEO 薪酬。这说明本文的测量误差并不明显，分类是基本合理的。我们还将兄弟姐妹和其他亲属关系董事按比 CEO 年龄大和小进一步拆分，结果如表 5 第 5 栏所示，仍然不显著影响 CEO 薪酬。

(4) 内生性。虽然血缘关系是外生的，但家族企业董事会选择什么家庭地位的 CEO 存在一定的内生性。我们以 PSM 配对的 DID 回归以及工具变量的 2SLS 回归方法缓解这种内

生性。第一，基于 PSM 配对的 DID 回归。我们以 PSM 配对并构建 DID 回归观察亲属董事进入董事会之后的净效应，具体我们将存在过低家庭地位和存在过高家庭地位 CEO 的公司分别进行 5% 半径的 PSM 匹配，由此构建 DID 回归，匹配效果如附表所示。Treat 为存在过低（高）家庭地位 CEO 的公司，Post 为当年有低（高）家庭地位 CEO 公司以及当年这些公司配对的公司，Treat $\times$ post 则能观察低（高）家庭地位 CEO 出现之后的效应。结果如表 6 中第 1~2 栏所示。PSM-1 为低家庭地位 CEO 的相应匹配与 DID 构建，低家庭地位 CEO 出现之后，其薪酬显著更低；PSM-2 为高家庭地位 CEO 的相应匹配与 DID 构建，高家庭地位 CEO 出现之后，其薪酬显著更高。与表 4 结论一致。

表 6 PSM 配对 DID 以及 2SLS 回归结果

变量	PSM-1	PSM-2	2SLS-1		2SLS-2		男性 CEO 样本
	CEO 薪酬		低家庭地位 CEO	CEO 薪酬	高家庭地位 CEO	CEO 薪酬	CEO 薪酬
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
处理组	-0.078 (-0.98)	0.188 (1.46)					
处理组 $\times$ 任职后	-0.318 ** (-2.47)	0.234 ** (2.10)					
任职后	0.174 * (1.84)	-0.179 * (-1.97)					
孝子牌坊			0.182 ** (2.15)				
低家庭地位 CEO				-0.574 *** (-3.40)			-0.132 ** (-2.07)
贞节牌坊					0.010 *** (3.92)		

续表

变量	PSM-1	PSM-2	2SLS-1		2SLS-2		男性 CEO 样本
	CEO 薪酬		低家庭地位 CEO	CEO 薪酬	高家庭地位 CEO	CEO 薪酬	CEO 薪酬
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
高家庭地位 CEO						0.203 ** (2.13)	0.096 ** (2.49)
家族 CEO	0.083 (1.04)	-0.185 (-1.70)	1.845 *** (9.00)	1.101 *** (3.53)	1.973 *** (12.99)	-0.342 * (-1.74)	0.064 (1.48)
男性 CEO	0.401 ** (3.40)	0.143 (0.85)	0.072 (0.41)	0.207 *** (3.28)			
CEO 持股比例	0.053 (0.18)	0.285 (0.41)	-3.252 *** (-8.25)	-1.784 *** (-3.27)	0.093 (0.33)	-0.044 (-0.35)	-0.124 (-1.00)
两权分离度	0.005 (1.22)	0.014 * (1.94)	-0.014 * (-1.89)	0.000 (0.01)	-0.005 (-0.83)	0.009 *** (3.50)	0.007 *** (3.16)
第一大股东持股	-0.002 (-0.69)	-0.001 (-0.37)	0.007 (1.52)	0.002 (1.16)	0.023 *** (6.11)	-0.006 ** (-2.32)	-0.002 (-1.47)
第二到第五大股东持股	0.004 (1.19)	0.009 * (1.90)	0.022 *** (4.15)	0.014 *** (3.66)	0.022 *** (5.17)	-0.001 (-0.27)	0.003 ** (2.16)
董事会人数	0.053 ** (2.30)	0.031 (0.66)	-0.030 (-0.62)	0.000 (0.02)	0.019 (0.54)	0.008 (0.65)	0.013 (1.05)
独董比例	0.572 (0.98)	1.339 ** (2.61)	-0.462 (-0.40)	0.021 (0.06)	1.000 (1.06)	0.167 (0.46)	0.320 (0.92)
规模	0.212 ** (3.53)	0.378 ** (3.84)	0.020 (0.26)	0.289 *** (10.84)	0.059 (0.87)	0.284 *** (11.35)	0.296 *** (12.28)
负债率	-0.145 (-0.54)	0.040 (0.13)	0.189 (0.52)	-0.113 (-0.87)	-1.118 *** (-3.79)	-0.122 (-0.77)	-0.276 ** (-2.21)
资产收益率	2.060 ** (2.35)	4.620 ** (4.72)	-0.282 (-0.20)	1.965 *** (4.54)	-0.683 (-0.67)	2.353 *** (5.53)	2.311 *** (5.52)
托宾 Q	0.017 (0.82)	-0.001 (-0.06)	-0.133 ** (-2.23)	-0.056 ** (-2.23)	0.005 (0.16)	0.007 (0.59)	0.006 (0.51)
常数项	6.243 ** (5.19)	2.155 (0.68)	-7.189 *** (-3.99)	1.712 (1.22)	-4.278 *** (-2.82)	7.138 *** (10.38)	6.088 *** (11.58)
行业和年度固定效应	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
观察值	467	1095	1887	1887	1821	1821	1911
拟合优度	0.318	0.191	—	0.218	—	0.248	0.254

第二, 2SLS 回归。传统的家庭文化会影响家族企业选择低或高家庭地位 CEO。一方面, 孝子文化体现于子女, 子女主导家庭事务, 但不违背父母意志和意愿。低家庭地位 CEO 公司的董事会中, 有父母、子女两类家庭成员, 由于“孝子”更能符合父母的意愿, 家族企业父母任职的董事会更可能选择子女类 CEO, 而不用自己担任 CEO, 即公司出现低家庭地位 CEO 的概率更高。我们以各省“孝子懿行”牌坊数量 (*Xiaozhi_pf*) 作为工具变量来测量这种孝子文化。另一方面, 家长文化体现于家长, 家长主导家庭事务并且偏向独断, 强调其他家庭成员不能违背家长意志和意愿。这种情况下家长更多选择担任 CEO, 即公司出现高家庭地位 CEO 概率更高。家长文化的一种具体体现是五伦三纲, 其中“夫为妻纲”更体现了家庭内部的家长制。我们以各省“贞妇节女”牌坊数量 (*Zhenjie_pf*) 来测量这种家主文化。需要指出的是家主文化主要是加强男性家主的控制力, 鉴于男性 CEO 占比为 90.4%, 我们相应以男性 CEO 样本检验该工具变量的 2SLS 回归。数据上, 我们以赵媛等 (2016) 和金其桢 (2002) 研究中提到的两类著名牌坊及基本数据为基础, 分省分类查找整理两类牌坊数据。两类牌坊是历史遗留, 其代表的文化会影响董事会选择何种家庭地位 CEO, 但不直接影响当下的 CEO 薪酬。我们分别以两类牌坊为工具变量进行 2SLS 回归。

结果如表 6 所示, 2SLS-1 的第 3~4 栏为以省份“孝子懿行”牌坊数量作为低家庭地位 CEO 工具变量的两阶段回归结果; 2SLS-2 的第

5~6 栏为以省份“贞妇节女”牌坊数量作为高家庭地位 CEO 工具变量的两阶段回归结果, 结果均与表 4 一致, CEO 进入的内生性并不成立。由于第 5~6 栏我们是以男性 CEO 为样本进行的检验, 我们相应也提供了表 4 主结果中男性 CEO 样本的回归结果, 均不改变原结论。

五、进一步讨论

上文已经证明家庭地位在 CEO 薪酬上存在对称性影响, 本部分进一步探讨这种对称性在 CEO 和亲属不同家庭、社会、公司权力, 以及不同程度地参与薪酬制定过程的影响。之后, 本部分还将探讨 CEO 家庭地位的扩展影响, 包括 CEO 薪酬—业绩敏感性和对其他高管薪酬的溢出效应。

(一) 不同家庭权力与 CEO 家庭地位的公司治理作用

家庭地位虽然源于固定的血缘关系, 但 CEO 和亲属的年龄一定程度上会影响其家庭地位, 随着年龄的增长家庭成员的家庭地位会有所提升, 由此在家庭中的权力也会有所提升。表 7 的 Panel A 第 1 栏为按 CEO 年龄是否大于样本中值拆分的低 (高) 家庭地位 CEO 变量的回归结果, 低家庭地位 CEO 低薪酬更多体现在年轻 CEO 的公司中, 而高家庭地位高薪酬更多体现在年长 CEO 的公司中。这说明 CEO 年龄确实改变了家庭地位, 影响了家庭中“序”的对称性, 年轻的 CEO 更被低家庭地位所限制, 而年长 CEO 则更能发挥高家庭地位的作用。

表 7 不同权力影响家庭中 CEO 家庭地位作用的回归结果

	CEO 薪酬			
	Panel A: CEO 家庭、社会和公司权力影响			
	年长 VS 年轻	政治联系 VS 无政治联系	兼任董事长 VS 不兼任	控制人 VS 非控制人
	(1)	(2)	(3)	(4)
低家庭地位 CEO×CEO 权力强	0.101 (0.96)	-0.151 * (-1.94)	-0.123 (-1.01)	0.152 (0.95)
低家庭地位 CEO×CEO 权力弱	-0.245 *** (-3.69)	-0.240 *** (-2.86)	-0.223 *** (-3.30)	-0.214 *** (-3.40)
高家庭地位 CEO×CEO 权力强	0.123 *** (2.90)	0.133 *** (2.83)	0.154 *** (3.80)	0.123 *** (2.93)
高家庭地位 CEO×CEO 权力弱	0.028 (0.58)	0.064 (1.47)	-0.020 (-0.37)	0.037 (0.68)
家族 CEO	0.045 (1.05)	0.047 (1.10)	0.056 (1.31)	0.052 (1.24)
男性 CEO	0.126 ** (2.16)	0.126 ** (2.14)	0.100 * (1.67)	0.110 * (1.82)
CEO 持股比例	-0.047 (-0.39)	-0.047 (-0.39)	-0.124 (-0.99)	-0.088 (-0.70)
两权分离度	0.008 *** (3.20)	0.007 *** (3.12)	0.007 *** (3.10)	0.007 *** (3.12)
第一大股东持股	-0.003 *** (-2.63)	-0.003 ** (-2.45)	-0.003 ** (-2.51)	-0.003 ** (-2.52)
第二到第五大股东持股	0.003 ** (2.04)	0.003 ** (2.13)	0.003 ** (2.20)	0.003 ** (2.16)
董事会人数	0.007 (0.64)	0.008 (0.66)	0.008 (0.72)	0.009 (0.76)
独董比例	0.162 (0.47)	0.159 (0.46)	0.113 (0.33)	0.146 (0.43)
规模	0.311 *** (13.04)	0.314 *** (13.09)	0.313 *** (13.16)	0.313 *** (13.13)
负债率	-0.280 ** (-2.33)	-0.287 ** (-2.39)	-0.277 ** (-2.30)	-0.275 ** (-2.28)
资产收益率	2.267 *** (5.73)	2.225 *** (5.64)	2.256 *** (5.71)	2.245 *** (5.69)
托宾 Q	0.015 (1.27)	0.016 (1.33)	0.015 (1.28)	0.016 (1.32)
常数项	5.520 *** (10.60)	5.463 *** (10.44)	5.499 *** (10.58)	5.472 *** (10.52)
行业和年度固定效应	Y	Y	Y	Y
观察值	2114	2114	2114	2114
拟合优度	0.252	0.250	0.252	0.250

续表

Panel B: 亲属家庭、社会和公司权力影响				
	年长 VS 年轻	政治联系 VS 无政治联系	兼任董事长 VS 不兼任	控制人 VS 非控制人
	(5)	(6)	(7)	(8)
低家庭地位 CEO×亲属权力强	-0.205 *** (-3.31)	-0.306 *** (-4.23)	-0.239 *** (-3.12)	-0.266 *** (-4.16)
低家庭地位 CEO×亲属权力弱		-0.073 (-0.77)	-0.162 * (-1.89)	0.142 (1.61)
高家庭地位 CEO×亲属权力强	0.041 (0.77)	0.074 (1.34)	-0.129 ** (-2.05)	-0.026 (-0.40)
高家庭地位 CEO×亲属权力弱	0.117 *** (2.86)	0.097 ** (2.41)	0.159 *** (4.15)	0.098 *** (2.67)
家族 CEO	0.052 (1.23)	0.052 (1.23)	0.070 * (1.65)	0.078 ** (1.96)
男性 CEO	0.118 ** (2.01)	0.117 ** (2.01)	0.077 (1.29)	0.110 ** (1.99)
CEO 持股比例	-0.066 (-0.54)	-0.055 (-0.45)	-0.145 (-1.18)	-0.109 (-0.95)
两权分离度	0.008 *** (3.25)	0.008 *** (3.25)	0.008 *** (3.21)	0.008 *** (3.42)
第一大股东持股	-0.003 ** (-2.53)	-0.003 *** (-2.65)	-0.003 *** (-2.59)	-0.003 ** (-2.52)
第二到第五大股东持股	0.003 ** (2.03)	0.003 * (1.91)	0.003 ** (2.12)	0.003 * (1.88)
董事会人数	0.007 (0.56)	0.005 (0.43)	0.010 (0.85)	0.008 (0.74)
独董比例	0.113 (0.33)	0.092 (0.27)	0.119 (0.35)	0.126 (0.38)
规模	0.315 *** (13.16)	0.315 *** (13.23)	0.315 *** (13.34)	0.302 *** (13.61)
负债率	-0.281 ** (-2.34)	-0.265 ** (-2.19)	-0.277 ** (-2.32)	-0.237 ** (-2.11)
资产收益率	2.228 *** (5.65)	2.249 *** (5.69)	2.261 *** (5.75)	2.136 *** (5.83)
托宾 Q	0.016 (1.36)	0.017 (1.41)	0.016 (1.36)	0.014 (1.27)
常数项	5.455 *** (10.43)	5.478 *** (10.52)	5.471 *** (10.59)	5.723 *** (11.81)
行业和年度固定效应	Y	Y	Y	Y
观察值	2114	2114	2114	2114
拟合优度	0.250	0.251	0.255	0.262

Panel B 第 5 栏显示了按亲属年龄是否大于 CEO 年龄拆分的低（高）家庭地位 CEO 变量。低家庭地位 CEO 年龄肯定是低于其父母的，年龄方面并不需要拆分，而高家庭地位 CEO 的亲属董事可能年龄大于或小于 CEO，我们将其拆分，发现高家庭地位 CEO 高薪酬的效应主要体现在年轻亲属的公司中，而在年长亲属的公司中并不明显。这说明亲属年龄同样改变了 CEO 家庭地位的对称性。

（二）不同社会和公司权力与 CEO 家庭地位的公司治理作用

序的作用体现为不对等的权利和权力。我们从社会权力和公司权力上考察不同范围的社会地位下 CEO 家庭地位的作用。而 CEO 和亲属的社会地位对家庭地位在 CEO 薪酬上的治理效应存在两种可能的影响。其一，社会及公司权力并不会影响家庭地位在 CEO 薪酬方面的作用。如梁漱溟（1996/1921）所阐述的，家庭中的“序”是分割于社会的，即家庭地位严重依赖于固定的血缘关系，并且家庭范围有别于社会，不管何种外部权力均不会影响到家庭地位的作用。正如北方俗语所说的“熊汉家里横”，即使没有较高的社会地位（本事），在家里仍然严格遵从家庭地位形成的“序”。其二，社会及公司权力会影响家庭地位在 CEO 薪酬方面的作用。CEO 薪酬的制定并不是家庭事务，虽然家庭与董事会的融合会让家庭地位在董事会中发挥作用，但并不隔断社会和公司权力的影响。个体的社会地位能一定程度上削弱家庭地位的作用，较强的社会和公司权力不但会直接影响家庭地位的作用程度，也会间接影响董事会中的非亲属成员对 CEO 薪酬的制定。

这里我们分别考察这两种权力。一是社会权力，我们以政治联系来测量较广泛的社会权力，以 CEO（亲属）是否有政府工作经历以及是否为政协或人大代表定义政治联系。二是公司之内的权力，我们以 CEO（亲属）是否在董事会中任董事长以及是否是第一控制人（控制权最多的自然人）来定义其在公司中的权力。表 7 的 Panel A 中第 2~4 栏显示了按 CEO 不同社会和公司权力拆分的低（高）家庭地位 CEO 变量的回归结果。社会权力层面，第 2 栏低家庭地位 CEO 不管是否有政治联系均显著负向影响薪酬，但我们仍然可以看到 CEO 无政治联系时其低家庭地位低薪酬的影响是有政治联系时的 159%（ $-0.240/-0.151$ ）；而 CEO 高家庭地位高薪酬则主要体现在有政治联系的 CEO 身上。第 3~4 栏中，CEO 高家庭地位高薪酬的作用主要体现在 CEO 公司权力大时，而 CEO 低家庭地位低薪酬的作用主要体现在 CEO 公司权力小时。这说明在家庭中“序”对 CEO 薪酬的影响上，家庭与社会和公司并不是分割的，社会和公司中的 CEO 权力影响了家庭中“序”的对称性，CEO 的社会权力和公司权力放大了 CEO 高家庭地位的影响，弱化了 CEO 低家庭地位的影响。

Panel B 第 6~8 栏显示了按亲属不同社会和公司权力拆分的低（高）家庭地位 CEO 变量的回归结果。第 6 栏和第 8 栏，无论是政治联系测量的社会权力还是第一控制人测量的公司权力，低家庭地位 CEO 低薪酬的效应在亲属权力大时更明显，而亲属权力小时并不明显；高家庭地位 CEO 高薪酬的效应在亲属权力小时更明显，而亲属权力大时并不明显。第 7 栏中，低家

庭地位 CEO 亲属兼任董事长与否都会显著降低 CEO 薪酬,但亲属兼任董事长的影响是不兼任时的 148% ($-0.239/-0.162$);高家庭地位 CEO 亲属不兼任董事长显著增加 CEO 薪酬,但兼任董事长会显著降低 CEO 薪酬,CEO 高家庭地位高薪酬在亲属是否主导董事会时出现了反转。

这一发现说明亲属社会和公司权力同样改变了家庭中“序”的对称性,家庭地位对 CEO 薪酬的影响依赖于亲属的社会和公司权力。亲属较大的社会权力 and 公司权力会强化对 CEO 低家庭地位的影响,也会弱化 CEO 高家庭地位的影响;而亲属较小的社会和公司权力不仅难以压制低家庭地位 CEO,也会更容易受到高家庭地位 CEO 利用家庭地位的影响。

(三) 薪酬制定参与程度与 CEO 家庭地位的公司治理作用

在本文的理论分析中,我们强调 CEO 家庭地位对其薪酬的影响,但 CEO 和亲属参与薪酬制定的程度也存在差异。实务中,公司董事会一般会下设薪酬委员会,更全面和直接地负责 CEO 薪酬的制定过程。我们以 CEO 及亲属是否在薪酬委员会兼职,测量 CEO 及亲属参与 CEO 薪酬制定的程度,进一步考察不同参与程度下的差异。

结果如表 8 所示。第 1 栏是按 CEO 是否兼任薪酬委员会委员拆分的低(高)家庭地位 CEO 变量的回归结果,家庭地位的影响主要体现在 CEO 未兼任薪酬委员会委员的情况,而在 CEO 兼任薪酬委员会委员情况下均不显著,说明 CEO 亲自参与薪酬制定过程的公司,薪酬更多由 CEO 自身主导,这种情况下家庭地位并不

发挥显著作用。

按亲属是否兼任薪酬委员会委员拆分的低(高)家庭地位 CEO 变量的回归结果见第 2 栏,不管亲属参与薪酬制定程度如何,家庭地位对 CEO 薪酬的影响均是成立的,但我们仍然能观察到亲属兼任薪酬委员会委员时,其序的作用相对是更强的,亲属兼任委员时低家庭地位 CEO 的薪酬影响是未兼任时的 141% ($-0.275/-0.195$),高家庭地位 CEO 的薪酬影响则是未兼任时的 206% ($0.169/0.082$)。这说明亲属参与薪酬制定程度越高,序在 CEO 薪酬过程中发挥的作用越大,其对 CEO 薪酬的影响越强。

(四) CEO 家庭地位的其他公司治理影响

我们进一步探讨家庭地位在 CEO 薪酬—业绩敏感性以及溢出效应两个方面的扩展影响。

1. CEO 薪酬—业绩敏感性

家族企业中亲属的任职更多依靠家庭中的“序”来维持和协调关系,家庭关系会代替显性契约发挥作用。郑伯壘和林家五(1998)对台湾地区大型民营企业的调研也发现,家族企业领导者与家族高管之间的责任、权利与义务完全没有制度化。如果家庭地位的影响也会替代显性契约,CEO 薪酬随业绩变动幅度也会更弱。我们构建模型(2)探讨 CEO 家庭地位对其 CEO 薪酬随业绩变动幅度。参考薪酬—业绩敏感性模型(Leone et al., 2006; 辛清泉和谭伟强, 2009)我们构建模型(2),企业业绩(Perf)以资产收益率(Roa)和超行业业绩(Exaroa)测量。资产收益率(Roa)以息税前

表 8 薪酬制定参与程度与 CEO 家庭地位作用的回归结果

	CEO 薪酬 (1)		CEO 薪酬 (2)
低家庭地位 CEO×CEO 参与	-0.260 (-1.42)	低家庭地位 CEO×亲属参与	-0.275 ** (-2.10)
低家庭地位 CEO×CEO 不参与	-0.190 *** (-3.07)	低家庭地位 CEO×亲属不参与	-0.195 *** (-3.00)
高家庭地位 CEO×CEO 参与	0.058 (0.78)	高家庭地位 CEO×亲属参与	0.169 ** (2.17)
高家庭地位 CEO×CEO 不参与	0.096 ** (2.52)	高家庭地位 CEO×亲属不参与	0.082 ** (2.15)
家族 CEO	0.048 (1.14)	家族 CEO	0.048 (1.13)
男性 CEO	0.127 ** (2.18)	男性 CEO	0.126 ** (2.15)
CEO 持股比例	-0.045 (-0.38)	CEO 持股比例	-0.043 (-0.35)
两权分离度	0.008 *** (3.23)	两权分离度	0.008 *** (3.25)
第一大股东持股	-0.003 ** (-2.48)	第一大股东持股	-0.003 ** (-2.45)
第二到五大股东持股	0.003 ** (2.04)	第二到五大股东持股	0.003 ** (2.03)
董事会人数	0.007 (0.61)	董事会人数	0.007 (0.58)
独董比例	0.130 (0.38)	独董比例	0.117 (0.34)
规模	0.314 *** (13.21)	规模	0.314 *** (13.11)
负债率	-0.281 ** (-2.34)	负债率	-0.283 ** (-2.35)
资产收益率	2.227 *** (5.65)	资产收益率	2.233 *** (5.65)
托宾 Q	0.016 (1.38)	托宾 Q	0.016 (1.36)
常数项	5.459 *** (10.51)	常数项	5.481 *** (10.49)
行业和年度固定效应	控制	行业和年度固定效应	控制
观察值	2114	观察值	2114
拟合优度	0.249	拟合优度	0.250

利润除以总资产计算，超行业业绩（*Exaro*）以该公司当年 *Roa* 大于当年行业中位数为 1，否则为 0。

$$\ln(\text{CEO comp}) = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Low family status CEO} + \alpha_2 \text{Low family status CEO} \times \text{Perf} + \alpha_3 \text{Perf} + \alpha_4 \text{High family status CEO} + \alpha_5 \text{High family status CEO} \times \text{Perf} + \alpha_6 X + \varepsilon \quad (2)$$

回归结果如表 9 第 1 栏所示，低家庭地位 CEO 薪酬随业绩变动幅度显著被降低。我们进一步观察超行业业绩情况，第 2 栏超行业业绩仍然会进一步提高 CEO 薪酬，但这种超行业业绩对薪酬的提升作用会被 CEO 的低家庭地位降

低。这说明低家庭地位 CEO 的薪酬—业绩敏感性确实被“序”所抑制，即使公司业绩变好，低家庭地位 CEO 并不能因此获得与之相匹配的薪酬。但 CEO 薪酬随业绩变动幅度并没有因 CEO 的高家庭地位而有显著改变，并不会被特意放大或缩小。其原因可能是与低家庭地位 CEO 被“序”抑制相比，高家庭地位 CEO 能主导“序”的影响，其本来就获得了更高的薪酬水平以彰显家庭地位，在此水平上，其同样遵循薪酬随业绩变动的考核，表现出公司 CEO 专业化的一面，如此能更好地维护其高家庭地位和公司 CEO 身份的一致性。

表 9 CEO 家庭地位的其他影响回归结果

变量	CEO 薪酬—业绩敏感性		溢出效应	
	绩效 = 资产收益率	绩效 = 超行业业绩	全样本	高管非亲属样本
变量	CEO 薪酬		其他高管薪酬	
	(1)	(2)	(3)	(4)
低家庭地位 CEO	0.014 (0.15)	-0.020 (-0.22)	-0.183 (-3.69)	-0.187 *** (-3.73)
高家庭地位 CEO	0.149 ** (2.25)	0.157 *** (2.61)	0.027 (0.91)	-0.018 (-0.51)
低家庭地位 CEO × 资产收益率	-3.674 *** (-2.77)			
低家庭地位 CEO × 超行业业绩		-0.309 *** (-2.65)		
高家庭地位 CEO × 资产收益率	-0.840 (-1.12)			
高家庭地位 CEO × 超行业业绩		-0.100 (-1.47)		
超行业业绩		0.172 *** (3.41)		

续表

变量	CEO 薪酬—业绩敏感性		溢出效应	
	绩效=资产收益率	绩效=超行业业绩	全样本	高管非亲属样本
变量	CEO 薪酬		其他高管薪酬	
	(1)	(2)	(3)	(4)
家族 CEO	0.044 (1.04)	0.053 (1.24)		
男性 CEO	0.129 ** (2.20)	0.121 ** (2.07)	0.097 (2.11)	0.054 (1.13)
CEO 持股比例	-0.028 (-0.23)	-0.040 (-0.33)	0.083 (1.00)	0.187 ** (2.02)
两权分离度	0.008 *** (3.40)	0.008 *** (3.23)	0.005 (2.47)	0.005 ** (2.57)
第一大股东持股	-0.003 *** (-2.59)	-0.003 *** (-2.62)	-0.002 (-1.41)	-0.002 ** (-1.97)
第二到第五大股东持股	0.003 * (1.82)	0.003 * (1.73)	0.003 ** (1.97)	0.002 (1.18)
董事会人数	0.006 (0.47)	0.003 (0.29)	0.018 (1.50)	0.021 (1.56)
独董比例	0.081 (0.23)	0.076 (0.22)	0.898 (2.75)	0.664 * (1.81)
规模	0.314 *** (13.14)	0.317 *** (13.23)	0.367 (17.05)	0.368 *** (15.69)
负债率	-0.287 ** (-2.36)	-0.254 ** (-2.09)	-0.275 (-2.77)	-0.254 ** (-2.39)
资产收益率	2.557 *** (5.67)	1.430 *** (2.95)	1.639 (4.77)	1.744 *** (4.78)
托宾 Q	0.017 (1.43)	0.018 (1.54)	0.041 (3.82)	0.042 *** (3.77)
常数项	5.471 *** (10.56)	5.380 *** (10.35)	3.626 (7.51)	3.454 *** (6.57)
行业和年度固定效应	Y	Y	Y	Y
观察值	2114	2114	2113	1903
拟合优度	0.252	0.255	0.352	0.348

2. 溢出效应

我们尝试探讨“序”对CEO薪酬的影响是否同样会影响其他高管薪酬的溢出效应。家庭地位的影响在家族企业中不仅局限在家庭成员中,可能还会被扩散到一般非家庭成员的高管中,降低一般高管的薪酬,这种情况类似于企业中文化的系统性差异影响。我们对此予以验证。我们将模型(1)的被解释变量替换成其他高管薪酬,以高管前三名薪酬总额减去CEO薪酬除以2再取自然对数测量。

实证结果如表8第3栏所示,CEO家庭地位低同样也会降低其他高管薪酬,但CEO家庭地位高却并没有提升其他高管薪酬。我们删去高管与CEO存在亲属关系的样本,更干净地观测这种溢出效应,结果如第4栏所示,结论不变。这说明亲属抑制低家庭地位CEO薪酬的同时,同样抑制了其他非亲属高管的薪酬;但高家庭地位CEO提升薪酬却仅限于自身,并不会以高家庭地位帮助其他高管提升薪酬。这与前面薪酬—业绩敏感性的结论在一定程度上是一致的,高家庭地位CEO作为序的主导者,其以更高的薪酬水平以彰显家庭地位,但同时也会表现出公司CEO专业化的一面,并不影响其他高管的薪酬制定。

六、结论

家族企业是我国企业组织形态的主流,而家族企业中亲属涉入管理使得家庭与公司治理是融合的。本文以此为切入点,借助差序格局中“序”这一核心概念,揭示了家族企业治理中重要但又被忽略的家庭结构对公司治理的影

响。以2007~2015年我国A股上市公司中的家族企业为样本,以外生血缘关系所决定的CEO家庭地位测量家庭中的“序”,本文实证探讨了CEO不同家庭地位对其薪酬的影响。实证发现:①CEO因家庭地位的不同,在公司治理上存在差序格局中“序”的治理作用,并且“序”与薪酬存在对称性。相比无亲属参与的董事会,当CEO相比董事会中亲属家庭地位较低时,其薪酬更低;而CEO家庭地位较高时,其薪酬更高。在考虑了替代测量、测量误差以及CEO进入的内生性等稳健性检验之后该结论仍然成立。②这种对称性受CEO和亲属的家庭权力(是否年长)、社会权力(有无政治联系)和公司权力(是否兼任董事长、是否为控制人)影响。低家庭地位CEO低薪酬的关系更多体现在CEO这些权力较小的公司中,或CEO亲属这些权力较大的公司中;而高家庭地位CEO高薪酬更多体现在CEO这些权力较大的公司中,或CEO亲属这些权力较小的公司中。③并且CEO和亲属参与薪酬制定程度不同也会影响序对CEO薪酬的作用,序的影响主要体现在CEO不参与薪酬制定时,同时也在亲属参与薪酬制定程度时更强。④薪酬—业绩敏感性方面,低家庭地位CEO的薪酬随业绩变动幅度更低,薪酬随超行业业绩表现提升的幅度也更小;溢出效应方面,低家庭地位CEO也导致了其他高管的薪酬被降低。

CEO薪酬是公司治理的重要内容,但家族企业中亲属参与董事会让家庭结构嵌入公司的一系列契约中。现有研究重点关注了CEO与董事的友好关系的治理作用,在中国情景下,这更多体现为差序格局中的“差”,本文则从“序”这一概念探讨了CEO家族地位对CEO薪

酬的影响，引入并实证了“序”的公司治理作用，不仅拓展了差序格局在公司治理中的应用，也立体地拓展和补充了亲属涉入视角的家族治理研究，同时也拓展和丰富了 CEO 权力与 CEO 薪酬的相关研究。本文的结论表明家族企业中家庭中的“序”不仅存在于家庭中，同样在公司治理中也发挥作用。家庭中“尊卑有序”的家庭地位观念影响千年，持续地影响着家族企业治理。家族企业学习和引入近几十年先进、现代的公司治理实践固然重要，但 CEO 与亲属董事的关系并不同于一般的治理范式，相应其董事会治理，尤其是协调董事之间关系以更好发挥作用的治理也需综合调整。因此，在家族企业的治理中，如何与中国式的家庭关系有机融合，更好地兼容这种家庭与董事会的融合，可能是形成中国式家族企业特色公司治理的重要方面。这不仅在微观上是直接改善家族企业治理效率的有效路径，宏观上也对促进我国经济健康、可持续发展有重要意义。本文的研究局限性在于仅以上市公司披露的数据进行了实证的检验，难以探究董事会对家庭地位不同 CEO 的薪酬制定过程，进一步细化的案例调查

可能有利于更全面地呈现研究逻辑。

家族涉入董事会是家族企业管理的常规模式，这种模式是否能吸引非家族成员人才，是家族企业发展的核心问题，而公平、合理的薪酬待遇是吸引及留住人才的关键。本文探讨了 CEO 家庭地位对其薪酬的影响，但这种薪酬对非家族员工的溢出影响也是需要重点考虑的。我们对此的一个补充检验也发现这种家庭地位，尤其是低家庭地位 CEO 会拉低非家族高管的薪酬水平。这种非公平性的薪资待遇，不仅会直接影响这些非家族高管的积极性，还会延伸影响其他员工的心理预期。因此，家族企业的这种非公平、合理性薪酬可能会降低公司对非家族成员人才的吸引力，阻碍公司发展。同时，本文仅以家庭地位这一特色场景探讨了“序”对 CEO 薪酬的影响，但在中国情景中，差序格局在其他场景中也可能是广泛存在的，如行政级别、资历等均会表现为不同形式的“序”，影响一般意义的 CEO 和董事间关系。因此，本文的管理意义在于：中国特色的“差序格局”社会关系中，公司治理，尤其是家族企业的公司治理需要更关注薪酬公平、合理性。

附表 PSM 配对前后效果

Variable	Matched	PSM-1			PSM-2		
		Treated	Control	t	Treated	Control	t
家族 CEO	U	0.795	0.577	6.46	0.846	0.460	18.31
	M	0.714	0.826	-1.79	0.796	0.888	-3.79
男性 CEO	U	0.906	0.906	0.01	0.869	0.921	-3.81
	M	0.888	0.855	0.70	0.889	0.878	0.52
CEO 持股比例	U	40.940	48.209	-15.07	47.681	47.137	1.63
	M	43.627	41.783	1.66	47.501	48.122	-1.26
两权分离度	U	0.093	0.126	-3.09	0.172	0.092	11.5
	M	0.093	0.067	1.67	0.151	0.173	-2.03

续表

Variable	Matched	PSM-1			PSM-2		
		Treated	Control	t	Treated	Control	t
第一大股东持股	U	4.538	4.197	0.68	3.722	4.659	-2.82
	M	4.850	4.765	0.08	3.991	3.935	0.12
第二到第五大股东持股	U	34.087	35.487	-1.51	38.020	34.031	6.37
	M	34.927	38.132	-1.58	36.380	38.052	-1.99
董事会人数	U	26.623	22.960	4.93	24.518	22.645	3.74
	M	26.139	27.095	-0.58	24.622	25.433	-1.11
独董比例	U	7.949	8.401	-4.48	8.253	8.440	-2.79
	M	8.081	7.609	2.05	8.308	8.249	0.61
规模	U	0.382	0.374	2.08	0.380	0.371	3.69
	M	0.377	0.395	-2.31	0.377	0.380	-0.67
负债率	U	20.711	20.720	-0.11	20.615	20.728	-2.14
	M	20.723	20.804	-0.49	20.666	20.639	0.39
资产收益率	U	0.321	0.316	0.40	0.282	0.344	-6.97
	M	0.309	0.317	-0.32	0.299	0.282	1.54
Roe	U	0.060	0.065	-1.36	0.070	0.063	2.97
	M	0.063	0.063	-0.11	0.068	0.070	-0.52
托宾 Q	U	2.706	3.067	-2.78	3.189	2.996	2.21
	M	2.816	2.673	0.58	3.104	3.156	-0.44

接受编辑：贺小刚

收稿日期：2018 年 12 月 23 日

接受日期：2019 年 8 月 14 日

作者简介：曹春方，现任中山大学管理学院副教授、博士生导师，于南开大学中国公司治理研究院获得博士学位。在 *Review of Finance*, *Corporate Governance: An International Review*, *Regional Studies*, *International Review of Economics and Finance* (3 篇), *North American Journal of Economics and Finance*, 《经济研究》(2 篇)、《管理世界》(5 篇)、《〈经济学〉季刊》、《世界经济》、《南开管理评论》(2 篇)、

《金融研究》(3 篇) 等期刊发表论文，主持国家自然科学基金(2 项)、教育部人文社会科学青年基金等项目。研究领域为公司治理与公司财务，目前研究兴趣是中国特色公司治理相关问题。

张婷婷，现任西南财经大学保险学院讲师，于西南财经大学会计学院获得博士学位。在 *International Review of Economics and Finance* 以及《经济研究》、《管理世界》、《金融研究》(2 篇) 上发表论文，主持和参与“国家自然科学基金面上项目”“教育部人文社会科学项目”等多项课题。研究领域为公司治理，目前研究兴趣是社会网络与公司治理。

参考文献

- [1] 陈德球、魏刚、肖泽忠：《法律制度效率、金融深化与家族控制权偏好》，《经济研究》，2013 年第 10 期。
- [2] 陈德球、肖泽忠、董志勇：《家族控制权结构与银行信贷合约：寻租还是效率？》，《管理世界》，2013 年第 9 期。
- [3] 陈凌、陈华丽：《家族涉入、社会情感财富与企业慈善捐赠行为——基于全国私营企业调查的实证研究》，《管理世界》，2014 年第 8 期。
- [4] 方军雄：《高管权力与企业薪酬变动的非对称性》，《经济研究》，2011 年第 4 期。
- [5] 费孝通：《乡土中国》，人民出版社 1947 年版。
- [6] 贺小刚、连燕玲：《家族权威与企业价值：基于家族上市公司的实证研究》，《经济研究》，2009 年第 4 期。
- [7] 金其桢：《中国牌坊》，重庆出版社 2002 年版。
- [8] 连燕玲、贺小刚、张远飞：《家族权威配置机理与功效——来自我国家族上市公司的经验证据》，《管理世界》，2011 年第 11 期。
- [9] 梁漱溟：《中国人：社会与人生——梁漱溟文选》，中国文联出版公司 1996/1921 年版。
- [10] 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。
- [11] 罗宏、黄敏、周大伟、刘宝华：《政府补助、超额薪酬与薪酬辩护》，《会计研究》，2014 年第 1 期。
- [12] 罗进辉：《媒体报道与高管薪酬契约有效性》，《金融研究》，2018 年第 3 期。
- [13] 权小锋、吴世农、文芳：《管理层权力、私有收益与薪酬操纵》，《经济研究》，2010 年第 11 期。
- [14] 王克敏、王志超：《高管控制权、报酬与盈余管理》，《管理世界》，2007 年第 7 期。
- [15] 王琨、徐艳萍：《家族企业高管性质与薪酬研究》，《南开管理评论》，2015 年第 18 卷第 4 期。
- [16] 王明琳、徐萌娜、王河森：《利他行为能够降低代理成本吗？——基于家族企业中亲缘利他行为的实证研究》，《经济研究》，2014 年第 3 期。
- [17] 王雄元、何捷：《行政垄断、公司规模与 CEO 权力薪酬》，《会计研究》，2012 年第 11 期。
- [18] 王旭、王非：《无米下锅抑或激励不足？政府补贴、企业绿色创新与高管激励策略选择》，《科研管理》，2019 年第 7 期。
- [19] 谢德仁、姜博、刘永涛：《经理人薪酬辩护与开发支出会计政策隐性选择》，《财经研究》，2014 年第 1 期。
- [20] 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 3 期。
- [21] 徐安琪：《夫妻权力和妇女家庭地位的评价指标：反思与检讨》，《社会学研究》，2005 年第 4 期。
- [22] 严复：《论世变之亟》，辽宁人民出版社 1994 年版。
- [23] 阎云翔：《差序格局与中国文化的等级观》，《社会学研究》，2006 年第 4 期。
- [24] 杨学儒、李新春：《家族涉入指数的构建与测量研究》，《中国工业经济》，2009 年第 5 期。
- [25] 赵宜一、吕长江：《亲缘还是利益？——家族企业亲缘关系对薪酬契约的影响》，《会计研究》，2015 年第 8 期。
- [26] 赵媛、麻勤、郝丽莎：《中国现存牌坊文化遗迹的地域分异及成因》，《地理研究》，2016 年第 10 期。
- [27] 郑伯璜、林家五：《差序格局与华人组织行为——台湾大型民营企业的初步研究》，《“中央研究院”民族学研究所集刊》，1998 年第 86 期。
- [28] Bebchuk, L., & Fried, J. 2004. *Pay without performance: The unfulfilled promise of executive compensation*. Harvard University Press.

- [29] Bloom, M. , & Michel, J. G. 2002. The relationships among organizational context, pay dispersion, and among managerial turnover. *Academy of Management Journal*, 45: 33-42.
- [30] Butler, A. W. , & Gurun, U. G. 2012. Educational networks, mutual fund voting patterns, and CEO compensation. *Review of Financial Studies*, 25: 2533-2562.
- [31] Cheng, S. 2005. Managerial entrenchment and loss-shielding in executive compensation. *Working Paper*, University of Michigan.
- [32] Finkelstein, S. , & Boyd, B. K. 1998. How much does the CEO matter? The role of managerial discretion in the setting of CEO compensation. *Academy of Management Journal*, 41: 179-199.
- [33] Finkelstein, S. , & Hambrick, D. C. 1988. Chief executive compensation: A synthesis and reconciliation. *Strategic Management Journal*, 9: 543-558.
- [34] Firth, M. , Leung, T. Y. , & Rui, O. M. 2015. Relative pay and its effects on firm efficiency in a transitional economy. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 110: 59-77.
- [35] Fong, E. A. 2010. CEO pay fairness as a predictor of stakeholder management. *Journal of Business Research*, 63: 404-410.
- [36] Fracassi, C. , & Tate, G. 2012. External networking and internal firm governance. *Journal of Finance*, 67: 153-194.
- [37] Fredrickson, J. W. , Davis - Blake, A. , & Sanders, W. M. 2010. Sharing the wealth: Social comparisons and pay dispersion in the CEO's top team. *Strategic Management Journal*, 31: 1031-1053.
- [38] Hambrick, D. C. , & Finkelstein, S. 1987. Managerial discretion: A bridge between polar views of organizational outcomes. *Research in Organizational Behavior*, 9: 369-406.
- [39] Hwang, B. H. , & Kim, S. 2009. It pays to have friends. *Journal of Financial Economics*, 93: 138-158.
- [40] La Porta, R. , Lopez-de-Silanes, F. , Shleifer, A. , & Vishny, R. W. 2002. Investor protection and corporate valuation. *Journal of Finance*, 57: 1147-1170.
- [41] Leone, A. J. , Wu, J. S. , & Zimmerman, J. L. 2006. Asymmetric sensitivity of CEO cash compensation to stock returns. *Journal of Accounting and Economics*, 42: 167-192.
- [42] Main, B. G. M. , O' Reilly III, C. A. , & Wade, J. 1993. Top executive pay: Tournament or teamwork? *Journal of Labor Economics*, 11: 606-628.
- [43] Redding, S. B. : 《海外华人企业家的管理思想——文化背景与风格》, 上海三联书店 1993 年版。
- [44] Wade, J. B. , O' Reilly III, C. A. , & Pollock, T. G. 2006. Overpaid CEOs and underpaid managers: Fairness and executive compensation. *Organization Science*, 17: 527-544.
- [45] Wang, L. , & Jiang, W. 2017. How CEO underpayment influences strategic change: The equity perspective. *Management Decision*, 55: 2277-2292.
- [46] Wu, Z. Y. , Chua, J. H. , & Chrisman, J. J. 2007. Effects of family ownership and management on small business equity financing. *Journal of Business Venturing*, 22: 875-895.
- [47] Zellweger, T. 2007. Time horizon, costs of equity capital, and generic investment strategies of firms. *Family Business Review*, 20: 1-15.