

Doi:10.11835/j.issn.1008-5831.jg.2020.10.003

欢迎按以下格式引用:孔庆洋,张成,闵继胜.信任与激励:上市公司高管的地缘关系与高质量信息披露[J].重庆大学学报(社会科学版),2021(2):67-81. Doi:10.11835/j.issn.1008-5831.jg.2020.10.003.



Citation Format: KONG Qingyang, ZHANG Cheng, MIN Jisheng. Trust and incentives; The geographical relationship and high-quality information disclosure of listed company executives[J]. Journal of Chongqing University (Social Science Edition), 2021(2):67-81. Doi: 10.11835/j.issn.1008-5831.jg.2020.10.003.

信任与激励:上市公司高管的地缘关系与高质量信息披露

孔庆洋,张成,闵继胜

(安徽师范大学经济管理学院,安徽芜湖 241002)

摘要:文章依据深交所发布的2005—2017年上市公司信息披露质量考核结果,以深交所上市的公司为样本分析地缘关系对信息披露质量的影响。在样本期内,董事长和总经理的地缘关系具有普遍性,省份地缘关系年均占比高达55.51%,并且逐年上升。Order Logit回归发现地缘关系对公司信息披露质量等级有着显著的提升作用,Logit回归表明地缘关系更有利于达到最高质量信息披露水平。进一步研究发现,地缘关系越密切,对信息披露的影响越显著;控制校友、亲属关系和内生性后,结论依然成立。基于故乡情的充分信任是地缘关系效应的基础,公司与家乡的距离越远,乡愁越浓,地缘关系效应越强;地缘关系结合股权激励会显著提高信息披露质量,地缘关系能够正向调节股权激励的效果。国有企业较高的信息披露质量与地缘关系无关,国有企业提高信息披露质量应另辟蹊径,如事后问责制,强化国有企业的内部治理。

关键词:地缘关系;信息披露;信任;股权激励;乡愁效应

中图分类号:F273.1;C912.1;F832.51;F224

文献标志码:A

文章编号:1008-5831(2021)02-0067-15

引言

中国部分上市公司信息披露违规曾给投资者造成了惨重损失,2016—2018年证监会查处上市公司信息披露违法案件170件,罚款总计20161万元,市场禁入人数80人次,追责1202余人次,有113名责任人员被处以顶格罚款处罚^①,捍卫了投资者的知情权。高质量的信息披露对上市公司主

修回日期:2020-09-26

基金项目:国家自然科学基金青年项目(71503005)

作者简介:孔庆洋,安徽师范大学经济管理学院教授,Email:kongqingyang@163.com;闵继胜,安徽师范大学经济管理学院教授,Email:minjisheng_2006@126.com。

①《证监会严惩上市公司信息披露违法行为着力改善资本市场生态环境》,www.csrc.gov.cn。

要有如下三种积极作用:增强公司信誉,降低股权融资成本^[1];降低银企间的信息不对称,提高获得贷款的资信度,进而降低融资成本^[2];有助于提升公司绩效^[3-4],能有效降低公司业绩的波动性和由CEO权力过大而带来的经营风险^[5]。

根据2017年深交所信息披露质量考核结果,A级和B级的公司占84%^②,其中A级仅有182家,占20%,多数公司为B级,与国外相比有明显差距。可见提高上市公司信息披露质量任重道远,如何提高中国上市公司的信息披露质量是目前公司治理的重要研究方向。

信息披露的相关研究主要有三个角度:(1)公司收益的角度,财务收益能力和资产规模与信息披露质量正相关,而负债率与之呈负相关^[6]。(2)公司治理与盈余信息管理的角度,上市公司盈余管理程度会降低信息披露质量^[7]。(3)上市公司高管个人特征角度,审计委员会的独立性以及高学历会提高信息披露质量^[8];董秘为女性会使信息披露质量更低^[9];董秘的社会资本会提高信息披露质量^[10]。根据证监会发布的《上市公司信息披露管理办法》,董事长和总经理是信息披露的主要责任人^③,会面对很多共同的“场景”,如签署招股书面意见,对信息披露异议处作出专项说明等,他们之间的关系将影响信息披露质量。

中国特有的非正式制度“老乡关系”,也称地缘关系,对公司治理有着重要影响。如董事长与总经理的地缘关系与研发投入^[11]、内部控制^[12]负相关,能调节高管团队的稳定性以支撑企业的创新^[13];提高违规倾向并降低违规后被稽查的概率^[14];高管间的“乡文化”一致性显著提高企业绩效^[15],降低代理成本^[16],但以上研究都没有控制校友和亲缘关系。本文基于心理学和社会学理论实证研究发现,董事长与总经理间的地缘关系越近,与家乡的距离越远,地缘效应越显著^④,国有企业无地缘效应,股权激励也无济于事。

本文的主要贡献主要有:(1)控制了校友、亲缘关系,克服已有研究的不足。(2)通过区分高低信任地区,检验了地缘效应的信任机制。(3)地缘关系是股权激励的重要条件,地缘关系更重要。(4)地缘效应具有产权异质性,提出了改善国企信息披露质量的策略。

一、地缘关系的典型事实

(一) 数据

深交所的信息披露考核等级数据是信息披露研究的主要来源^[1,9-10]。以2005—2017年间深交所上市公司为样本,筛选标准如下:剔除金融业、财务数据缺失、总经理和董事长信息不全、董事长和总理由同一人兼任和在B股上市的公司,共获得1333个公司年度观测值;为便于分析,将由高到低(A、B、C、D)的四个信息披露等级,分别赋值为4、3、2、1。

(二) 典型事实

1. 中国上市公司的老乡治理特色

经计算,省份地缘关系——董事长和总经理的家乡为同一省份,占总样本的比例年均高达

②根据深交所的《上市公司信息披露工作考核办法》将信息披露等级分为A、B、C和D四个等级,分别代表优秀、良好、合格和不合格。

③总经理和董秘等高级管理人员负责编制披露报告,内容包括公司的治理与财务状况等;而董事长负责召开和主持董事会议审签总经理与董秘提交的报告。

④董事长和总经理的地缘关系对信息披露质量有积极的影响——地缘效应;如不特殊指明,地缘关系在本文中指代董事长和总经理的地缘关系。

55.51%,明显高于非地缘关系的样本公司;家乡为同一城市的地缘关系占比为32.33%。上市公司存在典型的老乡治理特色。家乡范围越小,越难成为老乡,省份地缘关系比例明显大于城市和县域的地缘关系比例。根据图1,2005—2013年三类地缘关系的比率逐年上升,2013年分别达到了62.99%、40.94%和36.22%。俞俊利发现了地缘关系降低公司内部控制的证据,但其使用的内部控制指数主要包括财务安全等事项^⑤,没有涉及信息披露问题^[12]。

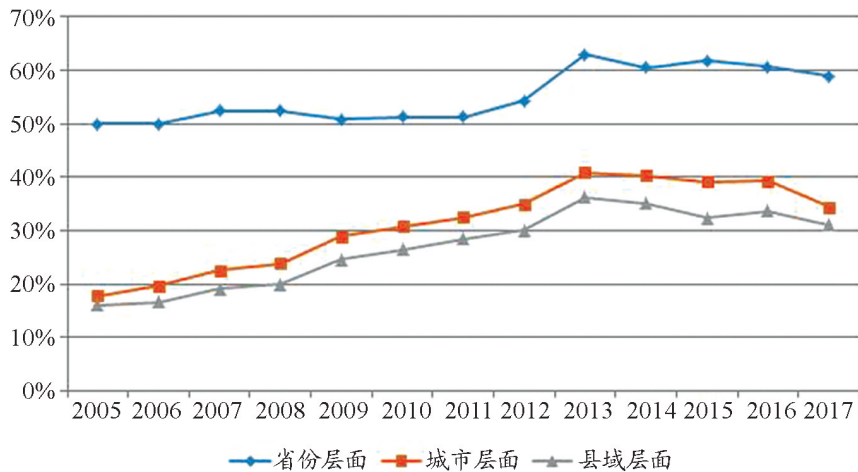


图1 地缘关系占比

2. 老乡治理与信息披露质量

以三种层面的地缘关系为标准,将样本分为三组,得图2。除2005和2006年外,信息披露质量的时间趋势与地缘关系基本一致^⑥,信息披露质量先上升后下降,在2013年达到最大值。2008年后,上市公司的地缘关系占比迅速上升,上市公司地缘特色愈发明显,2010年后信息披露质量开始明显提高,地缘关系距离越近^⑦,信息披露质量越高,地缘效应越强。

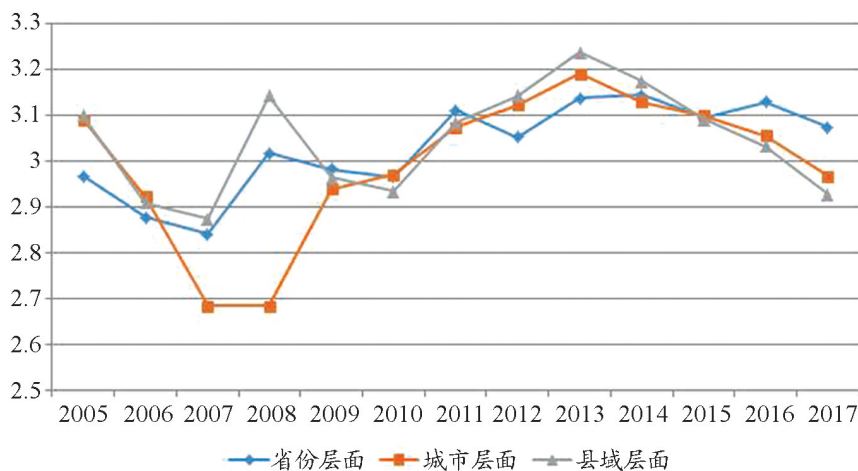


图2 信息披露质量

⑤董事长与总经理的地缘关系或裙带关系等非正式制度公司治理模式,导致公司治理软约束,与现代企业制度相悖,产生内控问题。中国上市公司内部控制指数是结合国内上市公司实施内部控制体系的现状,基于内部控制合规、报告、资产安全、经营、战略五大目标的实现程度设计内部控制基本指数,同时将内部控制缺陷作为修正变量对内部控制基本指数进行修正,形成综合的内部控制指数。

⑥将信息披露质量和地缘关系共6条线画在同一图内,有助于观察二者的相关性,但太凌乱。

⑦地缘关系距离指董事长和总经理家乡之间的距离,简单分类为距离在省内、同一城市和同一县域内。

3. 国企的信息披露质量更高

根据表1,国有企业的信息披露质量明显高于民营企业,国企的董事长和总经理都由政府任命,要向政府和社会负责,对其社会形象和责任有更高的要求,更重视信息披露问题,有规避信息披露“风险”的倾向^[17],国企较高的信息披露质量可能与高管的地缘关系无关。

表1 产权、地缘关系与信息披露质量

	社会关系	企业性质	省份	城市	县域
信息披露质量	地缘关系	国企	3.049	3.09	3.11
		民企	3.041	3.02	3.05
	非地缘关系	国企	3.08	3.06	3.06
		民企	2.84	2.93	2.92
样本量	地缘关系	国企	327	129	111
		民企	411	300	258
	非地缘关系	国企	394	592	610
		民企	199	310	253

4. 民营企业信息披露的地缘效应

根据表1,民营企业的地缘关系比国有企业更普遍,民企更重视地缘关系,存在地缘关系的民企信息披露质量更高,地缘关系越近质量越高,类似地缘关系的非正式制度对民营企业更有意义。相比国企,民企有更强的同乡偏好,说明产权性质对公司治理具有异质性。

二、理论分析与研究假说

(一) 社会关系与公司治理

1. 社会关系与“圈内人”

文化对公司治理的影响可以借助人际关系产生作用,“相似吸引”存在于人际交往过程中^[18],即人际沟通和合作都受文化相似性的影响。按照相似吸引理论,作为同乡的董事长和总经理由于相似的语言、习惯,共同的朋友圈而建立良好的信任关系,可以提高交流效率;因相似的文化而对企业的发展战略“趋同或认同”,进而充分合作,提高信息披露质量。

社会认同可以由社会分类、社会比较以及积极区分三个原则建立。人们会自动进行自我归类 and 强化,纳入符合各自特征的内群体^[19]。文化背景相似的个体形成“内群体”,也称为“圈内人”,反之则为“外群体”或“圈外人”。个体偏好分配给圈内成员更多的资源,给予更有利的评价,即“内群体偏好”;对于外群体成员则相反,称为“外群体歧视”^[20]。在中国的公司或社会组织中,地缘关系有助于结成以地缘关系为纽带的“内群体”。

2. 高管的社会关系与公司治理

现有文献从正式制度视角研究了管理层对信息披露的影响,但没有考虑高管的社会群体属性。总经理在决策时,不仅被正式制度约束,而且也受社会关系形成的非正式制度影响^[21]。不同于委托代理理论,社会经济学家基于关系契约理论强调嵌入组织中的人际关系必然会影响个体行为,作为非正式制度的人际关系会影响高管的决策^[22-23]。关系契约理论认为个人都有自利和利他的双重动

机,决策都嵌入了社会关系,梁漱溟^[24]甚至认为中国社会的本质是关系本位。所以公司高管决策时不仅考虑自身的利益,也会考虑对其社会关系的影响。

(二) 地缘关系与信息披露质量

1. 地缘效应的机制

以地缘为基础的老乡关系深深嵌入中国的传统文化中,同乡高管也不可避免地“相互吸引”结成“圈内人”,地缘关系会通过以下两种机制影响公司的信息披露质量。

第一,交流机制。基于相同的文化,董事长和总经理操着同样的方言,无形中减少了沟通的障碍,交流更便利、广泛和深入,可以更好地在信息披露范围和质量上达成一致;价值观以及做事风格的相似性,也有助于在信息披露等问题上更好地交流,决策更有效率,提升信息披露的及时性。第二,声誉机制和圈内人的惩罚机制。如果为满足自己的私利而隐瞒信息,不仅可能给公司带来损失,也会破坏双方的信任关系;如果因为被处罚而牵连对方,在职业内部圈和家乡圈中将名誉扫地,积累的高级社会资本将清零,所以地缘关系越近机会成本越高^[10]。基于有奖(声誉)有罚的激励和约束机制及典型事实2,提出假说1a。

假说1a:上市公司董事长和总经理的地缘关系能够显著提高信息披露质量,甚至达到高质量的信息披露水平。

地缘关系提高了董事长和总经理的信任和忠诚度,一旦背叛破镜难重圆,损失成本比预期高。根据社会认同原理的资源分配偏好论,同乡的董事长和总经理不仅彼此更加信任,还能够共享有价值的信息,提高信息优势,加强信息披露管理。同乡高管互相支持与合作,更有利于在“圈内”建立职业声誉,惩罚机制将约束同乡高管间的竞争,维护信任与合作,成为公司的可信任代理人从而提高公司价值^[25],信任是声誉和惩罚机制的基础和结果。

信任虽然重要^[26],但信任作为一项心理活动不仅受到认知影响更与社会环境有关^[27]。目前我国营商环境逐渐改善,但社会的信任水平还有待提升。各地区的地理、文化和营商环境不同,地区间信任水平差异较大。在信任度较高的地区,圈内人的声誉机制和惩罚机制也会更有效,董事长和总经理会更倾向通过信任和合作来达到自己的目的。除此之外,高信任度地区的信任水平较高,操纵信息披露带来的收益远小于处罚损失。低信任度地区的违约成本低,企业信用意识较差,有较强的信息披露操纵动机。

假说1b:信任水平较高的地区,地缘关系对信息披露质量的提升作用更显著。

高管们远离家乡,在与人合作和寻求归属感的两种心理作用下,会形成对老乡的认同和依靠。依据社会认同和自我分类理论^[28],人既有与他人合作以寻求归属感的心理需求,也有求异于他人以感受自我独立的需要,这两种力量使个体身处异地时,会寻求心理的慰藉以求平衡^[29]。由于外地人对“人生地不熟”的环境和困境更敏感,自然的心理需求是与自己有共同特征的老乡打交道^[30]。距离家乡越远,环境越陌生,寻找自我认同和归属的心理需求越高。如果工作压力较大,董事长和总经理合作和依靠的倾向会更强,会产生因远离家乡而相互合作提升信息披露质量的效果——乡愁效应。与家乡越远,乡愁越浓,对老乡的信任和依赖也越强,对事业和衣锦还乡的共同憧憬,会促使他们在信息披露等问题上密切合作。

假说1c:当公司与家乡的距离越远,乡愁越浓,信息披露质量也越高。

2. 地缘关系与高管合谋

地缘关系也会对信息披露质量产生负面影响。首先,地缘关系会明显降低董事长和总经理的沟通成本,增强彼此的信任度,降低隐瞒信息被管理部门稽查出的概率^[14];由于违规成本降低,信息披露的可靠性会下降。信息披露质量下降的可能路径是地缘关系—信任—放权—违规。从社会认同理论的角度看,由于“内群体偏好”,董事长会给予老乡型总经理更多的权力,也更倾向认同他的决策,无形中削弱了公司对总经理的监督,降低公司内部控制和治理水平,所以总经理更容易操纵信息披露。其次,在地缘关系的作用下,董事长对总经理的能力水平容易产生认知偏差,即使老乡型总经理的业绩没达到理想水平,也会获得较好的机会和报酬——激励失效。基于信任,董事长不会及时跟进信息披露工作。最后,由于董事长的信任和偏袒,总经理更加依赖老乡型职位,不愿轻易离开公司,可能隐瞒对自己不利的信息,降低信息披露质量。基于以上分析,提出与假说1对立的竞争性假说2。

假说2:当总经理和董事长存在地缘关系时,公司信息披露的质量会下降。

(三) 企业性质与信息披露

委托代理问题是现代企业治理的难题,企业高管与公司及股东的利益、目标不一致会产生一系列严重后果。对高管而言,企业会产生两种收益——货币收益和控制权收益^[31]。高管掌握了公司资源的配置权,如果货币收益受到限制,寻租的概率会明显增加。追求货币收益会使高管们追求共同的目标——企业利润最大化,从而通力合作努力提高信息披露质量。

国有企业的委托代理问题比民企严重^[32],国企的委托代理与民企有着根本的区别。由于职位来自政府相关职能部门官员的任命,董事长和总经理都要对政府及官员负责。民营企业的总经理由董事会任命,只需要向董事长和董事会负责,如果经营不善,会断送职业生涯。民营企业的利益冲突会限定在一定的范围内,若超越这一范围将重构权力体系。国企的委托代理关系本质上是政治关系,经济职能从属于政治职能,目标都是晋升,只要业绩高于设定的门槛值,影响晋升的关键因素演化为承担社会责任^[33]。民企只要任人唯贤,货币收益将远远大于控制权的“机会收益”,只有提高公司效率,才能树立良好的职业声誉。“限薪令”等政策限制了国企高管的货币收益,企业的控制权也与股权无关,因此控制权收益成为他们的核心追求,“圈内人”的声誉机制也会因货币激励机制失效而失去作用。只要业绩能够达到一定门槛,国企高管可能为了向政府和社会负责而提高信息披露质量^⑧,这可能与地缘关系无关。根据以上分析和典型事实3和4,提出假说3。

假说3:与民营不同,国有企业的委托代理是政治关系,国企不存在地缘效应。

薪酬和股权激励是化解委托代理问题的主要方式。企业所有权会影响企业内部人员的激励目标^[31],这种影响主要是与内部成员的持股比例、控制权的掌控程度、控制权收益相关^[18]。给予股份使高管以股东的角色参与决策并对此负责^[34];持股还能够让高管获得剩余索取权,使管理者与所有者的利益统一,沟通与合作更深入,进而改善委托代理问题^[35]。

股权激励的作用需要良好的约束机制^⑨,防止经理人做出不利于公司的行为,保证公司的健康发展。约束机制是激励机制无法替代的,国内一些企业经营的问题不在于股权激励,而是约束不强。由于资本市场有效性程度低和公司治理不规范,股权激励制度的效果较差^[36];股权激励受公司高管主导,可能成为高管获取不当收益的工具^[37]。地缘关系的声誉机制增加高管在“老乡圈”“高

⑧当国企高管向政府负责时,高管要注重上市公司的形象和声誉,并且随时面临组织纪律的约束,他们会更关注信息披露质量。

⑨控制约束机制包括法律法规政策、公司制度等管理系统。

管圈”中的惩罚成本,强化约束机制,奠定了股权激励的基础。这种约束机制可能缓解委托代理问题,提高股权激励的效率,进而提高信息披露质量。

假说4:地缘关系能够显著提高民营企业股权激励的效果,有助于改善信息披露质量。

三、地缘效应的检验

(一) 模型设定

1. 模型选择

通过构建次序分类 Ordered Logistic 和 Logistic 模型检验前文的假说,模型设定如下:

模型(1) Ologit: $\text{grade1} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{province} \setminus \text{city} \setminus \text{country} + \delta \text{controls} + \mu$

模型(2) Logit: $\text{grade2} = \beta_0 + \beta_1 \text{province} \setminus \text{city} \setminus \text{country} + \gamma \text{controls} + \varepsilon$

其中 grade1 为次序等级变量,grade2 为二元变量,以分析地缘关系对高质量信息披露(A)的影响^⑩,解释变量 province、city、country 分别表示董事长和总经理是否来自同一省份、城市和县域^[11],controls 是制变量, $\delta, \gamma, \alpha_0, \alpha_1, \beta_0, \beta_1$ 为参数, μ, ε 为随机误差项。

2. 控制变量(controls)

控制变量包括董事长与总经理个人特征、公司财务状况以及股权结构、年份和行业等控制变量,定义见表2。参照已有研究,相关数据来源于CSMAR数据库^[14,16],其中董事会离职数据来自于锐思数据库^⑪。十八大后,反腐进入深水区,颁布了系列文件反对“圈子文化”“团团伙伙”“同乡会”^⑫等不合规行为。2013年后上市公司的地缘关系显著减少,设定虚拟变量(year2014)控制政策的影响。

(二) 基准回归

1. 地缘关系对信息披露质量的影响

估计 grade1 方程(1)和 grade2 方程(2),结果见表3。模型1—模型4的省份和城市两个层次的地缘关系分别在5%和1%水平上与信息披露质量显著正相关^⑬。为了检验假说1a,模型5和6剔除了董事长与总经理有亲属关系的样本,发现城市层面地缘关系接近在10%水平上显著(省份类似),产生了较弱的等级地缘效应;grade2模型的城市层面地缘关系显著提高了达到高质量信息披露(A)的概率,存在高质量地缘效应^⑭,假说1a获得了部分统计支持^⑮。在Logit方法的grade2模型中,三种地缘关系回归系数都比grade1模型对应的系数大,表明地缘关系对最高等级(A)信息披露更重

^⑩Ologit模型(1)也称grade1模型,当 $\alpha_1 > 0$ 时,地缘关系将有助于提高信息披露等级,简称等级地缘效应;Logit模型(2)简称grade2模型, $\beta_1 > 0$ 时地缘关系会提高达到最高等级(A)信息披露水平的概率,简称高质量地缘效应。

^⑪CSMAR数据库网址:<http://www.gtarsc.com/>,锐思数据库网址:<http://www.resset.cn/>。

^⑫2013年3月中共中央组织部印发《关于在干部教育培训中进一步加强学员管理的规定》,规定明确强调不准以同学等名义搞“小圈子”。2015年1月习近平总书记在十八届中央纪委五次全会上强调指出“党内绝不允许搞团团伙伙、结党营私、拉帮结派,搞了就是违反政治纪律”。2016年1月出版的《习近平关于严明党的纪律和规矩论述摘编》明确“党内绝不允许搞团团伙伙……搞同乡会”。

^⑬县域层面地缘关系在grade1和grade2模型中的估计结果分别为0.636(0.164)、1.046(0.229),都在1%的水平上显著,剔除亲属样本后显著性水平分别为10%和1%。县域层面的地缘关系数量较少,代表性明显低于城市和省份的地缘关系,为节省篇幅回归模型省略,以后类似,不再说明。

^⑭在ggrade2模型中,省份和县域地缘关系的估计值(标准误)分别为0.427(0.232)、0.776(0.294),分别在10%和1%的水平上显著,具体回归方程省略。

^⑮为进一步纯净样本,利用CSMAR数据库排查了董事长和总经理存在校友关系,发现有校友关系的样本仅有23个,占1.7%,对回归结果影响甚微,剔除后的结果省略,以下回归类似,以后不再说明。

要,存在明显的高质量地缘效应^⑩。

表2 变量符号、定义及描述

变量名称	变量符号	定义
信息披露质量	grade1/grade2	grade1 的值为 4、3、2、1 分别对应由高到低的 A、B、C、D 四个信息披露等级。当信息披露质量为 A 时,grade2 取 1,否则取 0
地缘关系	province/city/country	根据 CSMAR 数据库的总经理和董事长出生地行政代码来判断是否为同一出生地(省份/城市/县域),若是则取 1,否则取 0
教育情况	edu	若董事长和总经理至少有一人是硕士学历则取 1,否则为 0
年终薪酬	lnpay	将董事长和总经理年末报酬加总后再取自然对数
公司规模	fsize	用公司总资产的自然对数来表示
总资产净利润率	roab	净利润/总资产平均余额
负债率	lev	总负债/总资产
每股收益	epshare	净利润/总股数
股权集中	conshare	第一大股东持股数
产权性质	state	公司控制人若为国务院或者省政府时取 1,否则取 0
独立董事的比例	dirindepn	独立董事人数/董事会总人数
行业虚拟变量	industry	根据 2017 年国民经济行业代码设置虚拟变量
年份虚拟变量	year	以第一年为对照组,构建 12 个年份虚拟变量
2014 年虚拟变量	year2014	当年份小于 2014 时取值为“0”,否则取值“1”

2. 其他控制变量的影响

根据表 3,对信息披露质量有显著提升作用的因素有:董事长和总经理的薪酬(lnpay)、公司规模(fsize)、每股收益(epshare)、第一大股东的股份占比(conshare),这些结论与刘青松和肖星^[33]的研究结论基本一致。与信息披露质量呈显著负相关的因素有公司负债率(lev),符合吴国萍和马施^[38]的研究结论,当公司负债率较高时,为了避免向市场传递财务风险而操作盈余信息披露,导致信息披露质量下降。在全样本回归结果中,政策虚拟变量(year2014)在 10%的水平下显著为负(模型 3 和 5 除外),即相关政策限制了地缘关系在公司治理中的作用,信息披露质量下降。但在后文进一步的国有企业子样本检验中,发现不存在地缘效应,表明中央相关政策对国有企业的信息披露质量没有产生负向作用。

^⑩把信息披露等级 A 与 B 合并为 1,C 与 D 合并为 0,得到 grade3,估计 Logit 模型(2)发现地缘关系的显著性和参数估计值都会下降。

表3 地缘关系与信息披露质量基准回归结果

变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
	grade1	grade1	grade2	grade2	grade1 [*]	grade2 ^{**}
province	0.369 ^{**} (0.144)		0.634 ^{**} (0.207)			
city		0.549 ^{***} (0.160)		0.863 ^{***} (0.223)	0.247 (0.190)	0.577 ^{**} (0.273)
edu	-0.120 (0.140)	-0.120 (0.140)	-0.173 (0.199)	-0.163 (0.200)	-0.119 (0.160)	-0.190 (0.238)
lnpay	0.257 ^{**} (0.0875)	0.247 ^{**} (0.0873)	0.291 ^{**} (0.128)	0.276 ^{**} (0.129)	0.257 ^{**} (0.0950)	0.257 [*] (0.146)
fsize	0.405 ^{***} (0.0739)	0.426 ^{***} (0.0745)	0.632 ^{***} (0.117)	0.675 ^{***} (0.120)	0.407 ^{***} (0.0791)	0.746 ^{***} (0.133)
roab	-2.551 ^{**} (1.163)	-2.625 ^{**} (1.163)	-1.678 (2.438)	-1.925 (2.404)	-2.219 [*] (1.213)	0.298 (2.853)
lev	-1.797 ^{***} (0.367)	-1.749 ^{***} (0.366)	-2.006 ^{**} (0.631)	-2.007 ^{**} (0.631)	-1.940 ^{***} (0.404)	-2.332 ^{**} (0.737)
epshare	1.252 ^{***} (0.182)	1.276 ^{***} (0.182)	1.251 ^{***} (0.275)	1.289 ^{***} (0.274)	1.170 ^{***} (0.193)	1.061 ^{***} (0.308)
conshare	0.745 [*] (0.449)	0.702 (0.449)	0.0565 (0.578)	-0.0364 (0.584)	1.135 ^{**} (0.510)	0.480 (0.696)
state	0.103 (0.156)	0.155 (0.158)	-0.00784 (0.216)	0.0177 (0.219)	0.291 (0.178)	0.181 (0.256)
dirinden	-1.068 (1.197)	-0.821 (1.188)	-0.356 (1.630)	0.354 (1.597)	0.472 (1.285)	3.484 ^{**} (1.735)
year2014	-0.595 (0.388)	-0.684 [*] (0.389)	-0.800 (0.526)	-0.929 [*] (0.531)	-0.543 (0.419)	-1.089 [*] (0.575)
N	1 285	1 285	1 114	1 114	1 066	912
adj. R ²	0.174 7	0.176 8	0.231 2	0.235 6	0.183 8	0.250 2

注:1. 括号内为标准误。2. *、**和***分别表示10%、5%和1%显著性水平。3. ※表示不包括亲属关系样本。以下各表类似。

(三) 内生性处理

信息披露压力会提高CEO变更的概率^[39],信息披露质量会反向影响公司治理,表3的模型可能存在内生性问题。结合信息披露的流程控制了相关变量及时间因素,模型仍可能遗漏变量导致内生性。借鉴Khanna等^[40]的方法,将由外在原因而离职的董事人数按照各公司总经理的省份籍贯取平均值,得到分年和省份因外在原因离职董事的平均数^①(dirSL),作为地缘关系的工具变量。外在因素离职,信息披露与dirSL无关,dirSL满足工具变量的外生性要求。离职的董事人数会影响高管供给,也会影响地缘关系,dirSL满足相关性要求。2SLS工具变量法回归结果见表4,为节省篇幅,grade2模型的省份和县域层面估计结果省略。

根据表4的grade1模型7—模型10,无论是否剔除亲属样本,控制内生性后,省份(province)、城市(city)的等级地缘效应依然在10%水平上显著,系数估计值都大于表3的估计值,表3的模型低

①董事具体离职的外在原因分别为健康原因、退休和逝世,样本来自锐思数据库:<http://www.resset.cn/>。

估了地缘效应;无论是否剔除亲属样本(grade2模型11和12),地缘关系都能提高达到A级信息披露水平的概率,产生高质量的地缘效应^⑧,假说1a成立。

分别比较模型7和8,9和10,省份层面的地缘关系参数估计值都明显小于城市层面地缘关系的估计值,表明地缘关系越近(由省份到城市)信息披露质量越高,等级地缘效应越强。随着地缘关系的加深,乡文化的一致性也越强,假说1a符合社会学理论。地缘关系距离越小,老乡间的语言、习惯和文化的相似性增强,不仅董事长和总经理间沟通更加顺畅,也会增进彼此信任,交流的信息会更加丰富多样,易于在信息披露等方面形成共识。

表4 工具变量法(2OLS)回归

变量	模型7	模型8	模型9	模型10	模型11	模型12
	grade1	grade1	grade1 ^{**}	grade1 ^{**}	grade2	grade2 ^{**}
province	0.412 [*] (0.229)		0.639 ^{**} (0.316)			
city		0.710 [*] (0.401)		1.261 [*] (0.701)	0.589 ^{**} (0.259)	1.032 ^{**} (0.491)
N	1 285	1 285	1 066	1 066	1 285	1 066
adj. R ²	0.199	0.135	0.100		0.012	

注:控制变量的参数估计结果省略,模型同时控制了行业和年份固定效应,以下各表类似。

四、地缘关系的作用机制

根据已有文献,地缘关系存在交流机制、声誉和惩罚机制^[16]。地缘关系带来的社会资本增加了公司高管的信息渠道,反过来地缘关系也会增加高管滥用社会资本的机会成本,起到一定的约束作用^[10]。声誉和惩罚对老乡高管是一种全面约束,董事长可以向下放权,充分信任总经理。老乡间顺畅的交流会缩短建立信任的时间,加深信任的程度。由于信任是声誉机制的基础,惩罚机制的结果,检验信任对地缘效应的影响更有意义。

(一) 信任机制

1. 地区信任的调节机制

中国幅员辽阔,文化不尽相同,但信任是华夏文明共同的基因,能够降低交易成本,失信最终会被逐出市场,甚至破产。经济发达的地区营商环境好,信任水平高,相对于低信任地区失信会面临更严重的损失,舞弊的损失可能明显大于收益,形成较强的惩罚机制。在缺乏信任的地区,地缘关系作用有限,只有董秘的社会资本会明显增强信息披露质量^[10];高信任地区具备信任的环境和土壤,产生地缘效应,地区信任水平能正向调节地缘效应。借鉴张维迎和柯荣住^[41]的方法,将全国31个地区分成高信任度(22个)和低信任度地区,按样本公司的地区匹配出高和低两组信任度样本^⑨分别进行回归,如果结果有显著差异,则存在信任机制。

根据表5,低信任地区无地缘效应,在高信地区省份、城市层次地缘关系分别在1%、5%水平上显著,回归系数更大,控制亲属关系后(模型15和18),差异仍显著,说明信任能够正向调节地缘效

^⑧grade2模型的省份和县域工具变量估计结果类似,回归方程省略。

^⑨该信任指数代表了全部三个层面的老乡关系的信任指数。

应,假说 1b 成立。在高信任度地区,地缘关系会加强董事长和总经理的信任关系,总经理会被赋予更多的权力,也会与董事长共享彼此的“内部人”信息。若为私利操纵信息披露,将降低在圈内人中的声誉,基于地缘关系的信任是依靠,也是约束和激励,中国上市公司的老乡特色和趋势还会延续,现代公司制度有必要中国化和本地化。

表 5 信任度异质性检验^①

变量	模型 13	模型 14	模型 15 ^{**}	模型 16	模型 17	模型 18 ^{**}
样本类型	高信任	高信任	高信任	低信任	低信任	低信任
province	0.939 ^{***} (0.256)		0.658 ^{**} (0.285)	0.046 0 (0.234)		-0.408 (0.254)
city		0.767 ^{**} (0.234)			0.364 (0.293)	
N	644	644	479	641	641	587
adj. R ²	0.247 1	0.216 6	0.215 4	0.252 8	0.247 7	0.249 9

2. 信任机制的催化剂:乡愁

“独在异乡为异客,每逢佳节倍思亲”是中国人独特的思乡情结,身在异乡的孤独感使老乡更易成为可以信任和依靠的对象。这种乡情表现为对故土的思念、对方言的回味、对老乡的认同与帮助,也会演变成一种组织行为^[42],如曾经遍布中国各地的同乡会馆组织。

为检验公司所在地与家乡距离对信息披露质量的影响——乡愁效应,将样本分成公司经营地与董事长的家乡为同一个省份或城市(本地经营)和异地经营两类。根据表 6,异地经营时地缘效应显著,系数大于表 3 模型的系数。说明当公司远离家乡时,乡愁加深了信任,强化了沟通、声誉和惩罚机制,改善了信息披露质量。根据模型 20,本地经营时^②无地缘效应,“本地”高管间不可能有特殊的感情,不会提高信任水平。控制亲属关系后(模型 22 和 23)结论稳健。推而广之,乡愁可能是已有研究中地缘关系起作用的关键条件^[11,15,18]。

当公司与家乡的距离越远,乡愁越浓。为进一步检验乡愁效应,引入公司与家乡的距离程度变量。当董事长或总经理的籍贯和企业所在地跨省时,省份地缘关系的距离程度变量 $distance_province = 1$,否则取 0;设定城市地缘关系的距离变量为 $distance_city$,分跨省、跨市不跨省和不跨市三种情况^③,分别赋值 2、1 和 0,该变量在 5%的水平上显著为正(模型 21 和 24)。剔除亲属关系样本后(模型 25),公司与家乡的地理距离($distance$ ^④)每增加 100 公里信息披露质量显著提高 0.00 237 个等级,距离家乡越远,地缘效应越强。距离产生乡愁,乡愁是地缘效应的催化剂,也是改善公司治理的一种中国途径,假说 1c 成立。

(二) 激励机制

地缘关系的普遍性说明老乡治理是提高公司治理水平的重要途径,这也表明公司的治理水平普遍较低,内部信任缺失和委托代理问题构成了一枚硬币的两面。以信任为基础,上市公司只有提

^①县域层面地缘关系估计结果有如下情形:包括亲属关系样本的高和低信地区估计结果分别为 1.028(0.248)、0.204(0.302),在不包含亲属关系样本分别为 0.866(0.320)、0.204(0.302)。

^②公司在本地经营,地缘关系有两种:都是本地人,或一人为外地人(非同乡关系)。

^③由于县域经营地的数据难以采集,县域分为五种情况,限于篇幅省份老乡关系回归结果省略。

^④通过高德地图软件,按公司和家乡所在城市的距离计算 $distance$,单位为百公里。

供足够的激励才能化解委托代理问题,提高信息披露质量和内部治理水平。

表6 经营地异质性检验

变量	模型 19	模型 20	模型 21	模型 22	模型 23	模型 24	模型 25
	grade1	grade1	grade1	grade1 ^{**}	grade1 ^{**}	grade1 ^{**}	grade1 ^{**}
样本类型	异地经营	本地经营	距离程度	异地经营	本地经营	距离程度	地理距离
distance_city	1.094 ^{**} (0.381)	0.138 (0.434)		0.965 ^{**} (0.387)	0.182 (0.277)		
distance_province			0.656 ^{**} (0.214)			0.762 ^{**} (0.354)	
distance							0.002 37 [*] (0.001 35)
N	544	291	422	517	549	250	118
adj. R ²	0.244 1	0.380 3	0.315 2	0.230 7	0.275 1	0.346 3	0.585 0

1. 国企的地缘关系与股权激励

为检验假说3,设置持股(share)虚拟变量,当上市公司董事长或总经理持有公司股权时为1,其他为0。国企实施股权激励的样本占21.04%,低于民企的43.70%。根据表7,模型26的share变量没能通过统计检验,国企的股权激励对信息披露无显著影响。将样本分为无地缘关系和有地缘关系两类样本,share也在统计上不显著,回归方程省略。

股权激励不能提高信息披露质量,薪酬还受到限制,国企高管更可能追求控制权收益^[31]。为保证稳健性,引入省份地缘关系与产权性质交叉项(province_sta),交互项不显著(模型27),说明国企地缘关系不能提高信息披露质量;剔除亲属关系之后,结论仍然类似(模型29);在grade2模型28和30中,无论是否剔除亲缘关系样本,结论都类似。根据模型31,在地缘关系样本中,国企持股不会产生等级地缘效应;模型32表明在无地缘关系情况下,国企股权激励反而显著降低了达到A级信息披露水平的可能性,不利于高质量的信息披露。国企董事长和总经理之间的地缘关系不能显著提升信息披露质量,假说3成立,也表明国企高管更可能追求对企业的控制权收益。

表7 国企的信息披露激励检验

变量	模型 26	模型 27	模型 28	模型 29	模型 30	模型 31	模型 32
	grade1	grade1	grade2	grade1 ^{**}	grade2 ^{**}	grade1 ^{**}	grade2 ^{**}
样本类型	国企	全样本	全样本	全样本	全样本	国企地缘关系	国企非地缘关系
share	-0.060 6 (0.274)					-0.585 (0.582)	-0.820 [*] (0.429)
city		0.526 ^{**} (0.181)	0.938 ^{***} (0.256)	0.092 4 (0.238)	0.574 [*] (0.339)		
province_sta		0.003 97 (0.258)	-0.212 (0.354)	0.299 (0.315)	-0.020 9 (0.454)		
N	632	1 285	1 114	1 066	912	276	344
adj. R ²	0.222 5	0.176 9	0.235 9	0.185 4	0.249 7	0.330 5	0.358 5

2. 民营企业的股权激励

根据表8(不含亲属样本),模型33中的持股变量(share)在统计上不显著,说明民营企业单纯

的股权激励并不能提高信息披露质量;根据模型 34,当存在地缘关系时,股权激励在 10%的显著性水平有助于提高信息披露等级,模型 36 更进一步说明股权激励和地缘关系相结合才能产生地缘效应;模型 35 说明不持股时城市地缘关系无法提高信息披露等级(grade1)^⑨。虽然地缘关系提高了董事长和总经理间的信任水平,但没有股权激励机制,公司效率和信息披露质量很难提升,假说 4 成立。相较于不持股模型 38,在持股模型 37 中地缘关系对达到最高质量(A 级)信息披露的作用更明显(参数更大),说明持股后地缘关系能够强化股权激励从而达到高质量的信息披露。

表 8 民营的股权激励检验

变量	模型 33	模型 34	模型 35	模型 36	模型 37	模型 38
	grade1 [*]	grade1 [*]	grade1 [*]	grade1 [*]	grade2 [*]	grade2 [*]
样本类型	非地缘	地缘	不持股	持股	持股	不持股
city			0.141 (0.486)	1.938 ^{**} (0.933)		
province					3.441 [*] (2.350)	2.589 [*] (1.326)
share	-0.522 (0.631)	1.191 [*] (0.616)				
N	632	1 285	1 114	1 066	912	276
adj. R ²	0.222 5	0.176 9	0.235 9	0.185 4	0.249 7	0.330 5

根据表 1,国有企业的平均信息披露质量高于民营企业,即使国企高管的地缘关系没能提高信息披露质量等级,国企的其他机制安排也保证了国企信息披露质量。民营企业的地缘效应表明,民营企业不存在同乡高管合谋降低信息披露质量,谋取不当利益的证据。由于存在“限薪令”等制度安排,国企高管更关注控制权收益而非货币收益权,同乡高管也不存在合谋降低信息披露质量获取货币收益的可能性和动机,因此假说 2 缺乏成立的条件。

五、基本结论和启示

(一) 基本结论

本文引入社会学中的社会认同理论,将营商环境中的信任水平纳入圈内人研究框架,分析并检验了董事长和总经理之间的地缘关系对信息披露质量的提升作用——地缘效应。主要结论如下:(1)董事长和总经理之间的地缘关系能够显著提升上市公司的信息披露质量等级,且达到最高等级信息披露质量的概率更大;地缘关系距离越小,地缘效应越强。在控制内生性后,结论依然成立。(2)地缘效应的基础是老乡高管间彼此的信任和股权激励。公司异地经营激发了对老乡的信任,公司与家乡距离越远,乡愁越浓,地缘效应越强。地缘关系结合股权激励能够显著提高信息披露质量等级,单纯的地缘关系和股权激励都无显著的等级地缘效应,地缘关系能够调节股权激励的信息披露效果;控制亲缘和校友关系后,单纯的地缘关系也能促进高质量的信息披露(A 级),地缘关系比股权激励更重要。(3)尽管国有企业的信息披露质量高于民营企业,但国企较高的信息披露质量与地缘关系无关;地缘关系结合股权激励也不能提高信息披露质量,国企存在典型的委托代理难题。

^⑨分类样本从方法上相当于交叉项回归,但分类样本的效果更好,因为分类样本能够控制其他因素,样本更纯净。

(二) 启示

中国的圈层文化决定了老乡之间的文化认同对公司治理与经营的积极作用。民营企业的地缘文化结合股权激励制度能够显著提高公司内部治理,缓解委托代理问题。地缘关系和股权激励都不能显著提升国有企业的信息披露水平,仅通过股权激励、混合所有制和国有投资平台不可能完全化解国企的委托代理问题,应建立系列制度提高公司的内部治理水平,如事后问责制度,针对轮岗等要求的离任审计制度。

地缘关系作为非正式制度,虽然能够增强信任与合作,但会降低内部控制质量^[12]。这种非正式制度能提高公司的绩效^[15],降低交易成本^[16],提高信息披露质量,正能量“满满”。但已有研究没有考虑校友、亲属关系和股权激励的作用,换言之,这可能是校友、亲缘关系或股权激励的“功劳”。此外,在圈层文化中,地缘关系、校友关系、亲缘关系对公司绩效和内部治理的影响程度也没有系统的实证研究,这些问题都需要进一步探讨。

参考文献:

- [1] 曾颖,陆正飞. 信息披露质量与股权融资成本[J]. 经济研究,2006,41(2):69-79,91.
- [2] 李志军,王善平. 货币政策、信息披露质量与公司债务融资[J]. 会计研究,2011(10):56-62,97.
- [3] 张宗新,杨飞,袁庆海. 上市公司信息披露质量提升能否改进公司绩效:基于2002—2005年深市上市公司的经验证据[J]. 会计研究,2007(10):16-23,95.
- [4] 潘施琴,汪凤. 碳信息披露水平能否提升企业财务绩效:基于上证A股的实证经验[J]. 安徽师范大学学报(人文社会科学版),2019,47(6):133-141.
- [5] 权小锋,吴世农. CEO权力强度、信息披露质量与公司业绩的波动性:基于深交所上市公司的实证研究[J]. 南开管理评论,2010,13(4):142-153.
- [6] 王斌,梁欣欣. 公司治理、财务状况与信息披露质量:来自深交所的经验证据[J]. 会计研究,2008(2):31-38,95.
- [7] 夏立军,鹿小楠. 上市公司盈余管理与信息披露质量相关性研究[J]. 当代经济管理,2005,27(5):145-150,158.
- [8] 王雄元,管考磊. 关于审计委员会特征与信息披露质量的实证研究[J]. 审计研究,2006(6):42-49.
- [9] 林长泉,毛新述,刘凯璇. 董秘性别与信息披露质量:来自沪深A股市场的经验证据[J]. 金融研究,2016(9):193-206.
- [10] 高风莲,王志强. “董秘”社会资本对信息披露质量的影响研究[J]. 南开管理评论,2015,18(4):60-71.
- [11] 杜兴强,熊浩. 董事长—总经理老乡关系与研发投入[J]. 投资研究,2017,36(9):60-82.
- [12] 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]. 会计研究,2018(6):78-85.
- [13] 张兆国,曹丹婷,张弛. 高管团队稳定性会影响企业技术创新绩效吗:基于薪酬激励和社会关系的调节作用研究[J]. 会计研究,2018(12):48-55.
- [14] 陆瑶,胡江燕. CEO与董事间“老乡”关系对公司违规行为的影响研究[J]. 南开管理评论,2016,19(2):52-62.
- [15] 赵斌斌,钱士茹. 总经理—董事长的“乡文化”能提高企业绩效吗?[J]. 安徽师范大学学报(人文社会科学版),2018,46(5):44-54.
- [16] 戴亦一,肖金利,潘越. “乡音”能否降低公司代理成本:基于方言视角的研究[J]. 经济研究,2016,51(12):147-160,186.
- [17] 李强,王圣营. 央企高管政治晋升预期与环境信息披露质量:基于重污染行业的实证研究[J]. 北京理工大学学报(社会科学版),2019,21(6):22-30.
- [18] DIMAGGIO P. Culture and cognition[J]. Annual Review of Sociology,1997,23(1):263-287.
- [19] 张莹瑞,佐斌. 社会认同理论及其发展[J]. 心理科学进展,2006,14(3):475-480.
- [20] TAJFEL H. Social psychology of intergroup relations[J]. Annual Review of Psychology,1982,33(1):1-39.
- [21] PENG M W, HEATH P S. The growth of the firm in planned economies in transition: institutions, organizations, and strategic choice[J]. Academy of Management Review,1996,21(2):492-528.
- [22] MACNEIL I R. Contracts: Adjustment of long-term economic relations under classical, neoclassical, and relational contract law[J]. Northwestern University Law Review,1978,72(6):854-905.
- [23] MACNEIL I R. Relational contract theory: Challenges and queries[J]. Northwestern University Law Review,94(3):877-907.
- [24] 梁漱溟. 中国文化要义[M]. 上海:学林出版社,1987.
- [25] RAZA-ULLAH T, KOSTIS A. Do trust and distrust in cooperation matter to performance?[J]. European Management Journal,

- 2020,38(3):367-376.
- [26]PREMARATHNE U S,RAJASINGHAM S. Trust based multi-agent cooperative load balancing system (TCLBS)[J]. Future Generation Computer Systems,2020(112):185-192.
- [27]杨皖苏,杨善林.基于社会环境信任度调节效应的中西方企业价值观念、推崇策略与企业绩效关系研究[J].管理学报,2016,13(1):49-58.
- [28]BROWN R. Social identity theory:Past achievements,current problems and future challenges[J]. European Journal of Social Psychology,2000,30(6):745-778.
- [29]庄春萍,张建新.地方认同:环境心理学视角下的分析[J].心理科学进展,2011,19(9):1387-1396.
- [30]姜永志.“老乡见老乡,两眼泪汪汪”的文化社会心理机制探索[J].文化学刊,2013(1):5-7.
- [31]张维迎.产权安排与企业内部的权力斗争[J].经济研究,2000,35(6):41-50,78.
- [32]李寿喜.产权、代理成本和代理效率[J].经济研究,2007,42(1):102-113.
- [33]刘青松,肖星.败也业绩,成也业绩:国企高管变更的实证研究[J].管理世界,2015(3):151-163.
- [34]JENSEN M C,MECKLING W H. Theory of the firm: Managerial behavior,agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics,1976,3(4):305-360.
- [35]JENSEN M C,MURPHY K J. CEO incentives—It's not how much you pay,but how[J]. Harvard Business Review,1990(3):138-153.
- [36]宫玉松.上市公司股权激励问题探析[J].经济理论与经济管理,2012(11):78-83.
- [37]BEBCHUK L A,FRIED J. Executive compensation as an agency problem[R]. National Bureau of Economic Research,2003.
- [38]吴国萍,马施.上市公司财务压力与信息披露违规实证研究[J].财经理论与实践,2010,31(2):59-63.
- [39]于换军,张跃文,姚云.信息披露考评与CEO变更[J].金融评论,2016,8(2):49-59,125.
- [40]KHANNA V,KIM E H,LU Y. CEO connectedness and corporate fraud[J]. The Journal of Finance,2015,70(3):1203-1252.
- [41]张维迎,柯荣住.信任及其解释:来自中国的跨省调查分析[J].经济研究,2002,37(10):59-70,96.
- [42]姜永志,张海钟,张鹏英.中国老乡心理效应的理论探索与实证研究[J].心理科学进展,2012,20(8):1237-1242.

Trust and incentives: The geographical relationship and high-quality information disclosure of listed company executives

KONG Qingyang, ZHANG Cheng, MIN Jisheng

(School of Economics and Management, Anhui Normal University, Wuhu 241003, P. R. China)

Abstract: This paper analyzes the impact of geographic relationship to the information disclosure quality by employing the example of Shenzhen Stock Exchange listed company and the information disclosure results between 2005 - 2017. In sample time, the geographic relationship between the chairman and the general manager is universal, and the provincial geographic relationship accounts for an average of 55.51% annually, and it is increasing year by year. It is shown in Order Logit regression that geographic relationship has significant boost on the quality level of company information disclosure. In addition, the Logit regression shows the geographic relationship is more conducive to achieving the highest quality information disclosure. The further analysis indicates that the closer the geographic relationship, the more significant the impact on information disclosure; after controlling the alumni, relatives and endogeneity, the conclusion still holds. Full trust based on hometown conditions is the foundation of the geo-relationship effect. The farther the company is from their hometown, the stronger the homesickness and the stronger the geo-relationship effect; the combination of geo-relationship and equity incentives will significantly improve the quality of information disclosure and can positively regulate equity incentives effect. The high quality of information disclosure of state-owned enterprises has nothing to do with geographic relations. State-owned enterprises should find other ways to improve the quality of information disclosure, such as post-event accountability and strengthening the internal governance of state-owned enterprises.

Key words: geographic relationship; information disclosure; trust; equity incentive; homesickness effect

(责任编辑 傅旭东)