

中小股东利用社交媒体 “发声”能否改善高管薪酬契约^{*}

窦 超 罗劲博

内容提要:中小股东对公司治理的价值和作用一直未得到足够关注,本文深度挖掘和分析了上海(深圳)证券交易所的互动易(e 互动)平台上普通投资者与公司的互动交流信息,研究了中小股东通过网络社交媒体向管理层“发声”如何影响企业高管的业绩薪酬敏感性。研究发现:中小股东与公司之间的平台互动显著地增强了高管的业绩薪酬敏感性,且在投资者保护水平较高、行业竞争强及第二类代理问题少的企业,其关系更为显著。作用渠道检验表明:网络互动平台的存在能有效汇聚投资者利益诉求,使中小投资者能通过影响股票资金流向、媒体报道水平和分析师预测来提高企业薪酬契约的有效性,而高管则主要通过改善公司业绩来应对中小股东对薪酬契约有效性的诉求。本研究为认识中小股东通过互动易(e 互动)平台而参与公司治理提供了新的证据。

关键词:中小股东 社交媒体 高管薪酬契约 作用渠道

作者简介:窦 超,中央财经大学商学院讲师,100081;

罗劲博(通讯作者),兰州大学管理学院教授,730000。

中图分类号:F832.51 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-8102(2020)12-0085-16

一、引 言

党的十九大报告提出“培育具有全球竞争力的世界一流企业”,其重要的保障环节便是科学合理的高管薪酬激励体系,而不科学的薪酬制度则会产生激励扭曲,进而造成企业运行效率低下和优秀人才流失。合理有效的薪酬契约能够将高管薪酬与公司绩效紧密结合起来(Jensen 和 Murphy,1990),然而近年来我国上市公司中“天价薪酬”与“零薪酬”的高管薪酬现象频频出现,引发了社会各界对高管薪酬合理性的普遍质疑(杨德明、赵璨,2012)。这一现象表面上暴露的是高

^{*} 基金项目:国家自然科学基金青年项目“政府背景大客户能否助力民企纾困?——影响因素、作用机理及经济后果”(72002235);教育部人文社会科学青年基金项目“政府背景客户能否改善资本市场认知——基于‘供应链风险传递’与‘政府扶持’双重视角”(20YJC630016);国家自然科学基金地区项目“高管的‘行业协会’与企业并购决策:影响、机理与经济后果”(71762104)。作者感谢匿名审稿人的宝贵建议,文责自负。窦超电子邮箱:douchao@cufe.edu.cn;罗劲博电子邮箱:gaintheend@163.com。

管薪酬契约的“失效性”,其实质则是中小股东利益被严重侵害,现有研究多将高管薪酬契约粘性问题的根源归结于高管对公司利益的攫取,却忽视了双重委托代理框架下大股东的多重利益诉求。作为我国很多上市公司的常态化现象,大股东掏空行为的实施往往需要高管配合,在大股东掏空并降低公司业绩时,高管也会以大股东掏空为卸责理由而为自己辩护,进而降低薪酬业绩的敏感性,维持甚至提高自己的薪酬水平,最终导致中小股东权益成为大股东和高管“利益合谋”的牺牲品(Burkart 和 Panunzi, 2006)。

长期以来,在我国的公司治理实践中,中小股东要么扮演“搭便车”的角色,要么表现为“沉默的羔羊”形象,或者采取“用脚投票”的消极方式卖出股票离场。而 2019 年海澜之家与迈瑞医疗高管轻视参加股东大会的中小股东行为,再次凸显了中小股东权益被践踏的现状。在此背景下,如何保障中小股东的合法权益成为我国资本市场亟须解决的重要问题。近年来,中小投资者的维权意识也在逐渐增强,以 2015 年深康佳中小股东维权的“百日维新”事件为代表的一系列案例,标志着中小股东已经走上前台主动维权。传统媒体虽然可以利用其强大的社会舆论压力在扮演外部监督治理角色上发挥重要的威慑作用(李培功、沈艺峰, 2013),但由于其“把关人”与“议程设置”等问题的存在,导致其信息交流难免被单方面控制。而社交媒体的发展恰恰使得中小股东能以相对便捷的方式获取信息,从而形成利益同盟以对抗制衡大股东和高管对其权益的危害,使得中小股东在公司治理中具备更多的话语权和更充分的知情权。本文基于沪深交易所的互动易(e 互动)平台,考察了中小股东在社交媒体就业绩和薪酬问题的“发声”对高管的业绩薪酬敏感性的影响。实证结果发现:第一,中小股东在社交媒体平台上的“发声”显著地增强了高管的业绩薪酬敏感性;第二,该影响在投资者保护水平高、行业竞争强、第二类代理问题较少的企业中更加显著;第三,作用渠道分析表明,社交媒体能够通过影响市场层面的股价波动性、媒体报道和分析师预测,以及公司层面的高管薪酬和公司业绩等两个机制而作用于高管的业绩薪酬敏感性;进一步分析发现,在社交媒体的影响下,对于不同业绩和薪酬水平的组合,分析师的股票评级和市场的资金流向都能给出“理性”的评价。

本文可能的贡献如下:(1)更新和扩展了资本市场对中小股东在公司治理中的角色和影响的认识,传统观点认为中小股东具有明显的“搭便车”特征,本文的发现为其提供了新的解释;(2)丰富和增加了社交媒体对于公司治理作用的文献,为挖掘社交媒体在公司治理中的价值提供了新的经验证据;(3)拓展与推进了公司薪酬契约影响因素的有关研究,也可为公司管理者和市场监管机构提供借鉴和参考。

二、理论分析与研究假设

(一)相关研究综述

1. 高管薪酬契约与中小股东的保护

在两权分离和信息不对称的背景下,薪酬契约是实现高管个人利益与股东利益相兼容的主要机制(Jensen 和 Meckling, 1976),高效的激励机制体现为高管薪酬与业绩的高度关联性(Tse, 2011)。然而,最优薪酬契约理论是以董事会能按照全体股东利益最大化的目标设计薪酬契约为前提,但一些研究证据表明,我国上市公司的控股股东会通过会计信息操纵,以及关联交易等掏空方式来侵害中小股东的利益(孔东民等, 2012)。刘红霞和孙雅男(2019)发现,出于维护自身利益的需求,大股东有动机实施掏空行为,对高管支付超额薪酬是大股东谋取私利的一个重要路

径。因此,虽然大股东对企业拥有一定所有权,但由于两权分离的存在,大股东在损害中小股东权益、谋取私利时,需要与高管进行合谋才能达成目的(Burkart等,2003),导致高管常以大股东掏空为卸责理由而降低薪酬对业绩的敏感性,以便维持甚至提高自己的薪酬水平(孙圆圆等,2017)。

鉴于大股东与企业高管利益合谋的大量存在(La Porta等,2002),如果高管薪酬契约难以发挥必要的治理作用,最终受影响的无疑是人微言轻的中小股东。而企业中小投资者面对来自公司管理层和大股东的双重碾压,为了维护自身权益也可以通过股东投票机制、董事监督机制和诉讼机制来实现。黎文靖等(2012)发现,中小股东网络投票参与率与股票异常回报显著正相关,而且大股东代理问题越严重,该关系越强;祝继高等(2015)认为,当董事会议案可能损害中小股东的利益时,中小股东的董事代表将更倾向于对这些议案投反对票以保护中小股东利益,此外,郑国坚等(2016)的研究亦表明,控股股东或管理层面临法律诉讼威胁时也将收敛对中小股东权益的掠夺行为;然而,孔东民等(2012)却发现中小股东参与程度与公司治理之间呈现负相关性。

2. 社交媒体对公司治理的影响

受到制度、法律以及我国资本市场较低发展水平的影响,中小股东的权益保护也面临着一些“困境”和局限。Bainbridge(2006)认为,中小股东缺乏专业的经营管理能力且对公司的经营情况了解程度较低,导致其虽参与公司治理但可能无法做出正确的决策判断。随着互联网技术的普及和发展,市场的参与者逐渐开始重视网络在信息沟通和传播方面的优势。Blankespoor等(2014)发现公司通过Twitter发布信息时,会导致股票的买卖价差显著降低、市场深度增加;丁慧等(2018)认为,社交媒体会提高投资者的信息获取和解读能力,降低盈余公告期的信息不对称,使得社交媒体也可以具有明显的公司治理功能。

如上所述,已有研究明显存在以下不足。第一,高管薪酬契约的研究空间有待拓展和加深。现有高管薪酬契约的研究多从高管和股东的利益博弈,以及资本市场的反应等视角进行分析,鲜有研究从投资者保护视角解释中小股东是否具有治理作用。第二,社交媒体对公司治理行为影响的研究较为缺乏。第三,由于中小股东在公司治理中的作用存在争议,有必要再次进行深入探讨。随着互联网和社交媒体的发展,中小股东自我维权的手段不断丰富,但中小股东维护自身权益的具体路径和机制仍有待进一步澄清。

(二)研究假说

高管的薪酬问题事关社会公平、公正等价值观的维护和坚守,因此极易引起社会公众和新闻媒体的“追逐”与讨论(方军雄,2012)。Bushee等(2010)认为,媒体报道上市公司某些丑闻或不当行为,李培功和沈艺峰(2013)等发现媒体报道能通过影响经理人声誉而产生威慑作用,进而促使公司改进和提高治理水平。随着网络社交媒体技术的发展,中小股东得以相对便捷地获取信息,有助于提高其及时发现控股股东的利益侵占行为(郑国坚等,2016)。

随着以互动易(e互动)为代表的证券类社交媒体进入我国资本市场,中小投资者积极利用该平台参与互动,有利于对公司的监督以保障自己的切身利益。杨晶等(2017)发现网络贴吧的发布能显著减少高管的“意见购买”。但社交媒体能够比传统媒体更容易使普通投资者获得足够的话语权。一方面,中小股东可以通过此平台就高管的薪酬状况和薪酬政策提出自己的观点与质疑,如果公司不能及时纠正和合理解释,可能会给高管的职业生涯带来巨大的声誉损失(Fama,1980);另一方面,上市公司应遵守深交所和上交所关于使用互动平台的相关要求,并接

受监管机构的全程监控(张继勋、韩冬梅,2015),如果上市公司不认真处理和回应高管薪酬问题,必然会受到证券监管机构的问询,从而对高管和大股东的不轨行为产生威慑,因此本文提出假说1。

假说1:中小投资者对高管业绩薪酬类问题反馈越多,企业未来的高管薪酬-业绩敏感性就越强。

中小股东的权益屡屡受到损害,与我国所处的转型经济阶段不成熟的投资者法律保护制度等因素有密切关系(Allen等,2005)。一方面,在市场化水平较高的地区,企业的投资者保护程度会越高,中小股东的维权和保护意识也会更强,从而对大股东掏空、高管的自定薪酬等的威慑力度会越大,而且社交媒体的链式传播方式可能会将高管的薪酬契约的“阴暗面”快速曝光。另一方面,中小股东对金融知识的掌握程度、投资经验的积累等也会影响其对自身的权益保护(Drake等,2019)。张腾文等(2016)研究发现,让中小股东学会相关金融知识进行自我保护是保护投资者权益的基础,在股票市场“股民”和“网民”高度耦合的时代,中小股东具有获取海量“知识”的途径,尤其在投资者保护程度较好的地区,从而使得契约的有效性得到显著改观。由此,本文提出假说2a。

假说2a:投资者保护机制越好的公司中,中小投资者对高管业绩薪酬类问题反馈越多,企业未来的高管薪酬-业绩敏感性就越强。

高强度的行业竞争在显著增加企业外部经营环境残酷性的同时,也为社交媒体治理作用的发挥提供了较佳的机会。一方面,由于互动易(e互动)平台具有开放性和透明性,中小股东能够借助网络空间从被媒体引导“想什么”发展到主动“谈什么”,导致互动平台上个别企业高管薪酬契约的“小事件”可能在短时间内裂变为“公共事件”;另一方面,在竞争激烈的行业中,社交媒体的传播宣传会促使行业内各家企业的高管薪酬水平相对透明化,不合理的薪酬政策可能会增加企业核心骨干被竞争对手挖走的概率,迫使企业在制定薪酬契约的时候,重视社交媒体上中小股东对薪酬契约政策的反馈信息。因此本文提出假说2b。

假说2b:行业竞争压力越大的公司中,中小投资者对高管业绩薪酬类问题反馈越多,企业未来的高管薪酬-业绩敏感性就越强。

我国资本市场是一个以中小散户为绝对主体的新兴资本市场,因此大股东与中小股东之间的第二类代理问题更为明显,而代理问题的缓和可以有效减弱大股东与管理层对中小股东权益的损害,并给予管理层足够的威慑力(严若森等,2018)。虽然中小股东在社交媒体对高管薪酬问题的反馈会增强企业的业绩薪酬敏感性,但在具体实施的时候需落实在具体的公司治理制度中。一方面,在第二类代理问题较少的企业,中小股东的话语权较大,大股东会对他们在社交媒体上的反馈意见更加重视,社交媒体上的反馈有可能提高中小股东提名董事人选并通过选举任命的可能性(吴磊磊等,2011);另一方面,第二类代理问题较少的企业也会更主动地去关注社交媒体的网络舆情,以防公司内部微小的事件被社交媒体放大呈滚雪球式的爆发。在新媒体和传统媒体深度融合的大背景下,网络舆论的“发酵”无疑将使公司的市场声誉遭受重创,引发市场监管部门的介入调查,迫使公司高管的薪酬契约的制定和实施必须倾听中小股东的“声音”,从而增强薪酬契约的有效性。因此,本文提出假说2c。

假说2c:第二类代理问题越缓和的公司中,中小投资者对高管业绩薪酬类问题反馈越多,企业未来的高管薪酬-业绩敏感性就越强。

三、研究设计

(一) 样本与数据

本文的研究数据来自上交所与深交所官方设立的 e 互动与互动易平台,样本分别涵盖了二者自创立(e 互动:2013 年 7 月 5 日;互动易:2010 年 1 月 1 日)至 2016 年末投资者与企业在平台“问答板块”上的互动交流信息。投资者资金流向的数据则来源于上交所与深交所官方授权渠道 RESST 数据库的 Level2 逐笔成交数据,^①其他数据来自 CSMAR 数据库。本文对研究样本做了以下筛选:(1)删除数据缺失、数据异常的样本;(2)删除 ST、*ST 上市公司样本;(3)删除金融行业企业样本;(4)删除 e 互动与互动易平台数据不足一年的样本,并对所有连续型变量进行了上下 1% 的 Winsorize 缩尾处理,最后获得 2893 家上市公司、13157 个公司-年度观测值。

(二) 模型设计

为检验本文的假说,借鉴现有关于高管激励和高管薪酬的研究文献(Firth 等,2010;罗进辉,2018),设计了模型(1)进行检验。

$$Comp_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} \times SM_{i,t} + \beta_4 SM_{i,t} + \beta_5 Controls_{i,t} + \varepsilon \quad (1)$$

其中,被解释变量为高管薪酬($Comp$),而解释变量为 ROA 为总资产收益率,是公司业绩的代表性指标, SM 代表互动易(e 互动)平台上中小股东就业绩薪酬类问题与上市公司互动的力度。本文使用词频分析法,利用 NLPiR 大数据语义智能分析平台对互动易(e 互动)平台“问答板块”上出现的高管类、业绩类以及薪酬类词汇进行了分词与统计,并选择出现频率最高的相关词构建关键词搜索词库,最后统计这些关键词在互动易(e 互动)平台上出现的次数与结构,形成了对不同维度、不同频率的投资者反馈意见划分。如果 ROA 与 SM 的交互项系数 β_3 为正,说明中小股东与公司的高管薪酬互动能够有效增强其业绩薪酬契约的敏感性。

控制变量选取方面,基于周开国等(2016)的研究方法,本文从公司特征与公司治理两个角度控制了公司规模($Size$)、负债水平(Lev)、成长性($Growth$)、第一大股东持股($Top1$)、产权性质(SOE)、高管持股($ManagHld$)、机构投资者持股($Institution$)、两职兼任情况($Duality$)、董事会规模($Board$)及董事会独立性($IndB$)等指标,所有回归结果均在公司层面进行了 cluster 调整。

为进一步检验中小股东利用社交媒体对薪酬契约有效性影响的路径,基于王化成等(2017)与林晚发等(2018)的中介效应模型,利用股票回报波动、媒体报道数量与分析师预测分歧度来衡量其作用路径,并设计了回归模型(2)、(3)来检验本文的主要假说:

$$StkVol_{i,t}/Media_{i,t}/FD_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} \times SM_{i,t} + \beta_4 SM_{i,t} + \beta_5 Controls_{i,t} + \varepsilon \quad (2)$$

$$Comp_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 ROA_{i,t} \times SM_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} \times StkVol_{i,t}/Media_{i,t}/FD_{i,t} + \beta_4 StkVol_{i,t}/Media_{i,t}/FD_{i,t} + \beta_5 Controls_{i,t} + \varepsilon \quad (3)$$

其中,变量 $StkVol_{i,t}$ 衡量的是企业股票回报的波动性, $Media_{i,t}$ 衡量的是媒体的报道数量, $FD_{i,t}$

^① 由于上(深)交所的 Level 2 数据中,买卖盘信息起始披露时间为 2013 年 4 月 15 日(2011 年 6 月 7 日),因此涉及该数据的研究样本范围均是从各交易所的起始披露时间到 2016 年 12 月 31 日。

衡量的是分析师的预测分歧度,其他变量与模型(1)一致。此外,所有回归都控制了年度效应和企业固定效应。各变量的具体定义见表1。

表 1		变量说明
因变量		变量定义
$Comp_{i,t}$	高管薪酬	公司 i 第 t 期高管的货币薪酬水平,计算范畴为上市公司高管前三名薪酬总额的自然对数
$StkVol_{i,t}$	股票回报波动性	在第 t 年内每日股票回报率的标准差
$Media_{i,t}$	媒体报道数量	第 t 期媒体对公司 i 所有新闻报道数量的自然对数值
$FD_{i,t}$	预测分歧度	公司 i 第 t 期分析师盈余预测的分歧度,算法为分析师每股盈余预测值的标准差,并除以年末的股票收盘价
自变量		
$SM1_{i,t}$	业绩薪酬类问题 反馈数量	第 t 年投资者就业绩薪酬类问题在互动易(e 互动)上对公司 i 所提问数量加 1 的自然对数值
$SM2_{i,t}$	业绩薪酬类问题 反馈字数	第 t 年投资者就业绩薪酬类问题在互动易(e 互动)上对公司 i 所提问总字数加 1 的自然对数值
控制变量		
$After$	是否在《意见》颁布后	哑变量,观测值是否在《关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》颁布后,其中 2014—2016 年 $After$ 变量设置为 1, 2010—2013 年 $After$ 变量设置为 0
ROA	总资产收益率	净利润除以总资产的比值
$Size$	规模	总资产的自然对数
Lev	负债比率	总负债除以总资产的比值
$Growth$	销售额增长率	每年销售额的同比增长率
$Manag hld$	管理层持股比例	公司年末高管的持股比例
$Top1$	第一大股东持股比例	公司年末第一大股东持有股份与总股份的比值
$Board$	董事会规模	公司董事会的总席位数
$Duality$	是否两职兼任	当公司的董事长与总经理两个职位由一人担任时取值为 1,否则为 0
$IndB$	独立董事比例	独立董事人数占董事会总人数的比例
$Institution$	机构持股比例	机构投资者的持股比例
SOE	企业属性	是国企定义为 1,否为 0

四、实证检验

(一)描述性统计

本文的描述性统计显示:(1)上市公司每年在互动易(e 互动)平台上的中小股东与企业业绩薪酬类问题的互动数量大约为 19 次,占总互动数量的比重超过 20%,且总留言字数达 7556 字,反映了中小股东对上市公司高管薪酬激励类问题的较高关注;(2)样本公司前三名高管的总薪酬

对数分布较为离散,表明不同上市公司的高管薪酬水平具有很明显的区别;(3)高管的持股比例平均只有 2%,且超过一半的公司高管未持有其所任职公司的股份,意味着我国上市公司高管仍然以领取货币性报酬为主;此外,其他变量的描述性统计结果均与以往研究保持一致。

(二)中小股东反馈与高管业绩薪酬敏感性的多元回归

表 2 为模型(1)的多元回归结果。第(1)列的实证结果表明,公司业绩变量 ROA 得到了 1% 显著水平的正回归系数($\beta = 2.105, p < 0.01$),在此基础上,第(2)、(4)列进一步考察了中小股东对业绩薪酬类问题的反馈强度对公司高管薪酬业绩敏感度的影响,可以发现,交互项 $ROA \times SM1$ 均得到了 1% 显著性水平的正回归系数,其中 $\beta = 0.144(0.137), p < 0.01(0.01)$,表明普通投资者的反馈力度越大,企业高管货币薪酬水平与公司业绩的敏感性越强,假说 H_1 得到支持。与之类似,第(3)、(5)列的结果显示交互项 $ROA \times SM2$ 也均得到了 5% 显著性水平的正回归系数,其中 $\beta = 0.103(0.098), p < 0.05(0.05)$,再次佐证了假说 1 的成立。另外,本文还在多元回归中对所有回归模型的方差膨胀因子做了检验,VIF 系数显示最大值为 3.66,表明多重共线性问题在本研究模型中得到有效控制。

表 2 中小股东反馈－高管业绩薪酬敏感度

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>Comp</i>	<i>Comp</i>	<i>Comp</i>	<i>Comp</i>	<i>Comp</i>
<i>SM1</i>		-0.056 *** (- 4.24)		-0.046 *** (- 4.46)	
$ROA \times SM1$		0.144 *** (3.45)		0.137 *** (3.19)	
<i>SM2</i>			-0.027 ** (- 2.40)		-0.025 ** (- 2.25)
$ROA \times SM2$			0.103 ** (2.39)		0.098 ** (2.21)
<i>ROA</i>	2.105 *** (6.19)	1.716 *** (9.70)	1.658 *** (8.16)	2.123 *** (7.88)	1.807 *** (6.74)
<i>Size</i>	0.060 *** (2.59)			0.059 *** (2.69)	0.075 *** (3.08)
<i>Lev</i>	-0.493 *** (- 7.12)			-0.507 *** (- 7.16)	-0.441 *** (- 6.43)
<i>Growth</i>	-0.044 *** (- 3.63)			-0.052 *** (- 3.32)	-0.043 *** (- 3.35)
<i>Managhld</i>	-0.155 ** (- 2.08)			-0.182 ** (- 2.47)	-0.221 ** (- 2.39)
<i>Top1</i>	-0.407 *** (- 4.17)			-0.490 *** (- 4.40)	-0.405 *** (- 4.53)
<i>Board</i>	0.075 (1.43)			0.080 (1.34)	0.093 (1.45)
<i>Duality</i>	0.061 ** (2.22)			0.061 ** (2.30)	0.077 *** (2.95)
<i>IndB</i>	-0.382 * (- 1.91)			-0.408 (- 1.58)	-0.320 * (- 1.88)

续表 2

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>Comp</i>	<i>Comp</i>	<i>Comp</i>	<i>Comp</i>	<i>Comp</i>
<i>Institution</i>	-2.247 * (- 1.86)			-0.231 ** (- 2.35)	-0.236 ** (- 2.47)
<i>SOE</i>	0.058 ** (1.96)			0.059 ** (2.26)	0.049 * (1.90)
Constant	7.398 *** (15.84)	12.867 *** (22.69)	12.985 *** (21.78)	8.604 *** (19.16)	7.406 *** (17.37)
公司固定效应	是	是	是	是	是
年度固定效应	是	是	是	是	是
<i>N</i>	13157	13157	13157	13157	13157
<i>R</i> ²	0.420	0.063	0.054	0.416	0.427
VIF	3.29			3.66	3.37

注:括号内为 t 值,并在公司层面进行 cluster 调整;***、** 和 * 分别表示 1%、5% 和 10% 的显著水平。下同。

本文还检验了不同制度环境、行业以及公司特征对中小股东发挥治理作用的影响。表 3 首先检验了上市公司所在地的制度环境(投资者保护)的影响,^①从第(1)、(2)列与(3)、(4)列的对比结果发现,在投资者利益受保护程度较好的制度环境中,中小股东的反馈力度越大,公司高管薪酬业绩的敏感度也就越高,该差异既体现在交互项的系数大小上(0.172>0.123,0.118>0.085),也体现在其显著性水平上。此外,本文对投资者保护水平最好与最弱样本中 *ROA* × *SM* 系数进行 Chow 检验,发现二者差异显著,从而证实假说 2a 的成立。

表 3 中小股东反馈 - 高管业绩薪酬敏感度(投资者保护)

	保护较强	保护较弱	保护较强	保护较弱
	<i>Comp</i>	<i>Comp</i>	<i>Comp</i>	<i>Comp</i>
<i>SM1</i>	-0.044 *** (- 4.37)	-0.036 *** (- 4.42)		
<i>ROA</i> × <i>SM1</i>	0.172 *** (3.30)	0.123 * (1.87)		
<i>SM2</i>			-0.028 ** (- 2.34)	-0.023 ** (- 2.18)
<i>ROA</i> × <i>SM2</i>			0.118 *** (2.59)	0.085 (1.55)
<i>ROA</i>	2.331 *** (8.29)	2.110 *** (7.97)	2.057 *** (8.29)	1.750 *** (5.73)
控制变量	是	是	是	是
<i>N</i>	3298	3284	3298	3284
<i>R</i> ²	0.424	0.416	0.431	0.410
<i>ROA</i> × <i>SM</i> ; 保护好 = 保护弱 [p 值]	0.006 ***		0.027 **	

① 本文利用樊纲市场化指数(王小鲁等,2017)中各省市的市场发展得分来衡量企业注册地所在区域投资者利益的受保护程度,并据此将研究样本按照受保护程度高低分成四等分,并对比保护最强与保护最弱样本中业绩薪酬敏感度所受到的影响差异。

表 4 分析了行业竞争特征的影响,第(1)、(2)列与(3)、(4)列显示,虽然 $SM1$ 和 $SM2$ 的回归系数都显著为负,但是在竞争性行业组中, $ROA \times SM1$ 和 $ROA \times SM2$ 的回归系数分别为 0.145 和 0.121,且都在 1% 的统计水平上显著,表明身处竞争性行业的企业对市场的重视程度与依赖程度会更高,有内在激励去关注市场参与方对企业的利益诉求,不同行业 $ROA \times SM$ 系数的 Chow 检验表明,第(1)和(2)、第(3)和(4)列之间的差异显著,支持了假说 2b。

表 4 中小股东反馈 – 高管业绩薪酬敏感度(行业特性)

	竞争行业	垄断行业	竞争行业	垄断行业
	<i>Comp</i>	<i>Comp</i>	<i>Comp</i>	<i>Comp</i>
$SM1$	-0.049 *** (- 5.16)	-0.039 *** (- 4.07)		
$ROA \times SM1$	0.145 *** (3.28)	0.111 (1.65)		
$SM2$			-0.032 ** (- 2.34)	-0.020 ** (- 2.05)
$ROA \times SM2$			0.121 *** (2.58)	0.095 * (1.74)
ROA	2.091 *** (7.85)	2.067 *** (8.19)	1.815 *** (6.68)	1.842 *** (6.44)
控制变量	是	是	是	是
N	11277	1880	11277	1880
R^2	0.429	0.418	0.427	0.438
$ROA \times SM$: 竞争 = 垄断[p 值]	0.039 **		0.047 **	

表 5 是利用公司第 2 ~ 5 大股东持股比例的平方来测度公司股权制衡度是否会影响本文的核心结论,具体做法是将样本按照股权制衡水平高低分成四等分,并分析制衡度最高与最低样本的结果差异。从第(1)、(2)列与(3)、(4)列可以看出,在股权制衡度较高的企业,普通中小股东通过网络平台对业绩薪酬问题的反馈力度越大,则高管的薪酬业绩的敏感度也会越高;反之,则明显偏弱,这些差异同时体现在交互项的系数大小与显著性水平上,进一步,交互项系数的 Chow 检验也表明二者具有显著差异,假说 2c 得到支持。

表 5 中小股东反馈 – 高管业绩薪酬敏感度(股权制衡)

	治理较好	治理较差	治理较好	治理较差
	<i>Comp</i>	<i>Comp</i>	<i>Comp</i>	<i>Comp</i>
$SM1$	-0.048 *** (- 4.43)	-0.040 *** (- 3.93)		
$ROA \times SM1$	0.158 *** (3.52)	0.124 ** (2.20)		
$SM2$			-0.025 ** (- 2.06)	-0.020 ** (- 2.14)

续表 5

	治理较好	治理较差	治理较好	治理较差
	<i>Comp</i>	<i>Comp</i>	<i>Comp</i>	<i>Comp</i>
<i>ROA</i> × <i>SM2</i>			0. 107 ** (2. 33)	0. 079 (1. 22)
<i>ROA</i>	2. 447 *** (8. 07)	2. 070 *** (6. 39)	1. 817 *** (7. 54)	1. 458 *** (7. 07)
控制变量	是	是	是	是
<i>N</i>	3290	3290	3290	3290
<i>R</i> ²	0. 456	0. 419	0. 424	0. 406
<i>ROA</i> × <i>SM</i> : 治理好 = 治理差 [<i>p</i> 值]	0. 038 **		0. 066 *	

(三)作用渠道

社交媒体具有与传统媒体类似的信息传递机制、声誉机制和市场压力机制(田高良等,2016)。研究发现,社交媒体会拓宽和提高信息的传播渠道与流动速度(Fang 和 Joel,2009)、塑造公司和高管的声誉(Zingales,2000)、产生巨大的积极市场影响力(Jonathan 等,2016)。因此,我们从市场视角的分析师跟随、股价波动性和媒体报道量、高管薪酬绝对额和公司业绩等方面,检验具体的影响渠道。

表 6A 列示了市场视角的渠道检验结果,从第(1)、(2)列可看出,中小股东在网络社交平台上对高管的业绩薪酬类问题呼声与股票价格波动显著正相关,而(3)、(4)列表明,中小股东的反馈力度越大,越容易对企业形成舆论威慑压力。此外,(5)、(6)列也显示出中小投资者业绩薪酬类问题反馈越强,分析师预测分歧度越高。进一步,表 6B 将股票波动率、媒体报道以及分析师预测分歧度作为中介变量代入主回归中,发现 *ROA* × *StkVol*(*Media*、*FD*)均显著为正,而 *ROA* × *SM1*(*SM2*)均显著不为 0,这说明股票波动率、媒体报道和分析师预测分歧度是中小股东利用社交媒体发声影响高管薪酬契约的重要渠道。

表 6 中小股东影响高管业绩薪酬契约的渠道

A. 影响渠道						
	<i>StkVol</i>	<i>StkVol</i>	<i>Media</i>	<i>Media</i>	<i>FD</i>	<i>FD</i>
<i>SM1</i>	0. 017 ** (1. 99)		0. 387 *** (2. 76)		0. 004 ** (2. 14)	
<i>SM2</i>		0. 006 ** (2. 26)		0. 163 ** (2. 08)		0. 003 * (1. 71)
控制变量	是	是	是	是	是	是
<i>N</i>	13157	13157	13157	13157	13157	13157
<i>R</i> ²	0. 269	0. 247	0. 087	0. 094	0. 141	0. 126
B. 中介效应						
	<i>Comp</i>	<i>Comp</i>	<i>Comp</i>	<i>Comp</i>	<i>Comp</i>	<i>Comp</i>
<i>SM1</i>	- 0. 032 ** (- 2. 13)		- 0. 029 ** (- 2. 06)		- 0. 036 ** (- 2. 29)	

续表 6

B. 中介效应						
	<i>Comp</i>	<i>Comp</i>	<i>Comp</i>	<i>Comp</i>	<i>Comp</i>	<i>Comp</i>
<i>ROA</i> × <i>SM1</i>	0. 097 * (1. 94)		0. 075 * (1. 69)		0. 118 ** (2. 41)	
<i>SM2</i>		- 0. 018 ** (- 2. 15)		- 0. 011 ** (- 2. 03)		- 0. 020 * (- 1. 90)
<i>ROA</i> × <i>SM2</i>		0. 056 * (1. 71)		0. 049 ** (1. 99)		0. 072 ** (2. 01)
<i>StkVol</i>	- 0. 537 * (- 1. 71)	- 0. 632 * (- 1. 95)				
<i>ROA</i> × <i>StkVol</i>	2. 653 ** (1. 99)	2. 295 * (1. 84)				
<i>Media</i>			0. 027 *** (3. 03)	0. 030 *** (2. 75)		
<i>ROA</i> × <i>Media</i>			0. 159 ** (2. 07)	0. 144 ** (2. 22)		
<i>FD</i>					- 1. 148 * (- 1. 87)	- 1. 208 * (- 1. 79)
<i>ROA</i> × <i>FD</i>					47. 992 * (1. 92)	42. 165 * (1. 97)
控制变量	是	是	是	是	是	是
<i>N</i>	13157	13157	13157	13157	13157	13157
R ²	0. 433	0. 447	0. 425	0. 430	0. 422	0. 439

表 7 按照业绩与薪酬两个维度将研究样本分成四个部分(分别以业绩、薪酬中位数划分),并选取低业绩 - 高薪酬这一极端情况作为关注重点。第(1)、(2)列的核心解释变量的回归系数虽为负,但显著性明显偏弱,而第(3)、(4)列表明企业后续年度的业绩得到了明显提升,说明高管业绩薪酬敏感度的改善主要是通过业绩提升而非抑制薪酬来实现的。

表 7 企业高管应对中小股东利益诉求的方式

	<i>Comp</i>	<i>Comp</i>	<i>ROA</i>	<i>ROA</i>
<i>SM1</i>	- 0. 009 * (- 1. 92)		0. 007 ** (2. 25)	
<i>SM2</i>		- 0. 003 (- 1. 60)		0. 001 ** (2. 14)
控制变量	是	是	是	是
<i>N</i>	3289	3289	3289	3289
R ²	0. 434	0. 440	0. 314	0. 308

五、进一步检验

分析师同时兼具“信息媒介”和“信息提供者”两种角色,相对于高业绩 - 高薪酬的企业薪酬契约结构分布,低业绩 - 高薪酬的企业薪酬契约在实施效果上明显存在瑕疵,凸显了企业激励制度的不合理,进而会被分析师给予较低的评价,而且,如果中小股东在社交媒体的信息反馈能够抑制大股东和高管对其利益的伤害,相对于高业绩 - 高薪酬,那些低业绩 - 高薪酬组合的公司股票必然会被中小股东通过抛售股票的形式卖出,进而出现更多的资金净流出。因此,本文使用交互分析法予以检验。

(一)投资评级的影响

表 8 是基于分析师投资评级视角的检验,检验了分析师如何“评价”互动平台对薪酬契约的影响,^①从表 8A 的分析师投资评级可以发现,当企业业绩较好,当年互动易(e 互动)平台关注、反馈薪酬类问题的投资者越多时,分析师投资评级较反馈人数较少的评级更高(0.144^{*})。而表 8B 的结果表明,当企业高管在低业绩的情况下却获取高薪酬时,分析师投资评级会明显较低,而且当年投资者反馈越多时,评级会越低(-0.246^{**})。此外,相比低业绩 - 低薪酬的样本,尽管分析师投资评级也明显偏低,但社交媒体产生的边际负面效应也会相对较少。

表 8 中小股东反馈 - 高管业绩薪酬敏感度(投资评级)

Panel A.			
业绩较好	反馈较多	反馈较少	差异(多 - 少)
薪酬高	4.863	4.719	0.144 [*]
薪酬低	4.795	4.682	0.113
差异(高 - 低)	0.068	0.037	
Panel B.			
业绩较低	反馈较多	反馈较少	差异(多 - 少)
薪酬高	3.780	4.026	-0.246 ^{**}
薪酬低	3.854	3.981	-0.127
差异(高 - 低)	-0.074	0.045	

(二)中小股东资金流向的影响

表 9 利用 Level2 高频交易数据度量了中小股东的资金流向走势,^②其中表 9A 业绩较高组的资金流向显示:首先,中小股东在各种业绩 - 薪酬组合中的资金交易均呈现净流入的态势,表明高业绩得到了中小股东的认可;其次,互动平台关注反馈业绩薪酬类问题的投资者越多时,中小股东的资金流入较反馈人数较少的企业更为明显,且该影响在高薪酬组更明显。表 9B 业绩较低组的统

① 具体算法是:公司 i 第 t 期年报披露日到第 $t+1$ 期半年报披露日之间,分析师对公司 i 的平均投资评级,按照 CSMAR 数据库统一换算标准,将投资评级转换为以下五种类型:卖出 = 1,减持 = 2,中性 = 3,增持 = 4,买入 = 5。

② 具体算法是:公司 i 第 t 期年报首次披露后 20 个交易日小时内的累计订单净买入,其中净买入的计算过程为 $Netbuy = (Buy - Sell) / (Buy + Sell)$,以测试中小股东对企业业绩薪酬类信息“用脚投票”的交易表现形式,同时按照企业业绩的中位数将样本分为业绩较好与较差的两组。

计结果表明,中小股东的资金普遍呈现流出的态势,尤其当企业高管在低业绩的情况下却获取高薪酬时,其资金流向明显为负。

表 9

中小股东反馈 - 高管业绩薪酬敏感度 (资金流向)

Panel A.			
业绩较好	反馈较多	反馈较少	差异 (多 - 少)
薪酬高	0.026	0.018	0.008 **
薪酬低	0.022	0.020	0.002
差异 (高 - 低)	0.004	-0.002	
Panel B.			
业绩较低	反馈较多	反馈较少	差异 (多 - 少)
薪酬高	-0.023	-0.010	-0.013 ***
薪酬低	-0.015	-0.011	-0.004
差异 (高 - 低)	-0.008 **	0.001	

进一步,基于表 9 的统计,图 1 还针对低业绩 - 高薪酬与高业绩 - 高薪酬两种情况统计了不同规模的投资者在年报披露前后 5 个交易日 (一周) 的资金流向,并按照网络平台反馈量分成两组进行对比研究。结果显示,在低业绩 - 高薪酬组合中,无论中小股东在网络平台反馈呼声高低,大型机构投资者 (Large1、Large2) 均无明显反应与波动,而中小股东在 $t = 0$ 明显出现资金流出,且前期在网络平台反馈呼声越大的样本中 (Small1),这种中小投资者资金流出的现象越明显。而在高业绩 - 高薪酬组合中,机构投资者对年报信息没有做出明显反应,但中小股东的资金流入现象明显,相对于网络平台反馈较少的企业 (Small2),呼声较高的企业中小投资者 (Small1) 对业绩的诉求得到满足后,其支持买入力度更强。

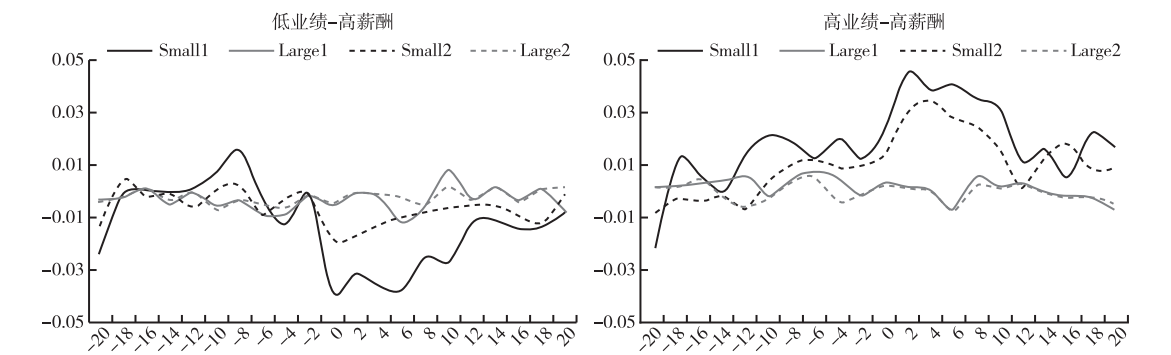


图 1 第 t 期公司年报披露后中小股东的资金流向变动

六、稳健性检验

(一) 主要自变量、因变量的替代变量
 首先以上市公司各年度董事、监事和高管前三名薪酬的自然对数 ($Comp'$) 作为高管薪酬的替

代变量进行稳健性检验,其次以投资者业绩薪酬类问题反馈数量占总提问数量的比值来衡量其对高管业绩薪酬问题的关注程度,此外,还利用公司资产回报率减去所处行业当期平均资产回报率后的调整值(ROA)作为衡量企业业绩的替代指标进行稳健性回归检验,假说 1 依然得到支持。

(二)内生性问题检验

普通投资者对业绩薪酬类问题的反馈力度与企业高管薪酬敏感度之间可能存在严重的内生性问题,为此,本文采用四种方法进行分析。

首先,采用因变量高管薪酬滞后一期($Comp1$)的方法,回归结果与本文主检验保持一致;此外,采用 PSM 进行倾向匹配检验,为每一个在互动易(e 互动)平台受到中小股东业绩薪酬类问题反馈的观测值匹配一个没有相关问题反馈的观测值样本,并按两个社交媒体反馈指标分别回归,假说 1 再次得到支持。

其次,采用双重差分检验。使用国务院办公厅 2013 年 12 月 25 日发布的《关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》作为一项外生政策事件,来对社交媒体反馈与高管薪酬契约有效性的关系进行双重差分检验。实验组是样本中有社交媒体反馈的企业,控制组是无社交媒体反馈的样本企业,结果显示,该文件颁布之后,中小投资者利用社交媒体发声能更显著地提高高管薪酬契约的有效性,支持了本文的研究结论。

再者,本文还借鉴工具变量法,利用各行业各年度互动易(e 互动)平台上用户对相关上市公司业绩薪酬类话题的平均讨论数量作为主要自变量的替代变量。结果显示, $ROA \times SM1(SM2)$ 的系数均显著为正,与本文核心假说基本保持一致。

最后,我们依据互动易(e 互动)平台的提问者名称信息,排除了名称中含有“基金”“证券”“战投”“公募”“私募”“投资”“资本”“公司”“集团”“分析师”等 10 个关键词的用户反馈信息,假说 1 得到支持。

七、结论与启示

本文利用我国沪深交易所 2010—2016 年投资者与企业在平台“问答板块”上的互动交流数据,分析了中小股东通过两个平台与公司互动交流对企业高管的业绩薪酬敏感性的影响,研究发现:中小股东与公司之间的平台互动显著地增强了高管的业绩薪酬敏感性;进一步检验发现,该影响在投资者保护水平高、行业竞争性强,以及第二类代理问题较少的企业样本中更加显著;作用渠道显示,中小股东在社交媒体的反馈对高管业绩薪酬敏感性的影响是通过影响公司业绩和高管薪酬,以及提高了市场的股价波动性、媒体的报道和分析师的盈利预测质量等来发挥作用的。

本文具有重要的研究启示:首先,为了更好地履行保护中小投资者权益的承诺,监管机构和公司管理者需要充分重视社交媒体的反馈信息,并及时制定改善措施予以回应,还要充分认识到中小股东通过社交媒体对公司管理层产生影响的现实可行性,杜绝因微小事件而导致的大范围负面舆情事件的发生;其次,进一步认清上市公司高管薪酬问题的重要性,增强高管薪酬契约的有效性不仅涉及中小股东、大股东与高管之间的利益分配机制,而且 also 与社会财富分配的公平正义价值观有重要关联。

参考文献:

1. 丁慧、吕长江、黄海杰:《社交媒体、投资者信息获取和解读能力与盈余预期——来自“上证 e 互动”平台的证据》,《经济研

究》2018 年第 1 期。

2. 方军雄:《高管超额薪酬与公司治理决策》,《管理世界》2012 年第 11 期。

3. 孔东民、刘莎莎、黎文靖、邢精平:《冷漠是理性的吗? 中小股东参与、公司治理与投资者保护》,《经济学(季刊)》2012 年第 12 期。

4. 黎文靖、孔东民、刘莎莎、邢精平:《中小股东仅能“搭便车”么? ——来自深交所社会公众股东网络投票的经验证据》,《金融研究》2012 年第 3 期。

5. 李培功、沈艺峰:《经理薪酬、轰动报道与媒体的公司治理作用》,《管理科学学报》2013 年第 10 期。

6. 林晚发、钟辉勇、李青原:《高管任职经历的得与失? ——来自债券市场的经验证据》,《金融研究》2018 年第 6 期。

7. 刘红霞、孙雅勇:《企业历史亏损会影响高管薪酬水平吗?》,《经济管理》2019 年第 12 期。

8. 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。

9. 孙园园、梁相、史燕丽:《大股东掏空、管理层权力与高管薪酬——基于薪酬辩护理论视角的分析》,《财经问题研究》2017 年第 6 期。

10. 田高良、封华、于忠泊:《资本市场中媒体的公司治理角色研究》,《会计研究》2016 年第 6 期。

11. 王化成、张修平、侯桢然等:《企业战略差异与权益资本成本——基于经营风险和信息不对称的中介效应研究》,《中国软科学》2017 年第 9 期。

12. 王小鲁、樊纲、余静文:《中国分省份市场化指数报告(2016)》,社会科学文献出版社 2017 年版。

13. 吴磊磊、陈伟忠、刘敏慧:《公司章程和小股东保护——来自累积投票条款的实证检验》,《金融研究》2011 年第 2 期。

14. 严若森、钱晶晶、祁浩:《公司治理水平、媒体关注与企业税收激进》,《经济管理》2018 年第 7 期。

15. 杨德明、赵璨:《媒体监督、媒体治理与高管薪酬》,《经济研究》2012 年第 6 期。

16. 杨晶、沈艺峰、李培功:《网络负面舆论对高管薪酬公平与效率的影响》,《经济管理》2017 年第 2 期。

17. 张继勋、韩冬梅:《网络互动平台沟通中管理层回复的及时性、明确性与投资者投资决策——一项实验证据》,《管理评论》2015 年第 10 期。

18. 张腾文、王威、于翠婷:《金融知识、风险认知与投资收益——基于中小投资者权益保护调查问卷》,《会计研究》2016 年第 7 期。

19. 郑国坚、蔡贵龙、卢昕:《“深康佳”中小股东维权:“庶民的胜利”抑或“百日维新”? ——一个中小股东参与治理的分析框架》,《管理世界》2016 年第 12 期。

20. 周开国、应千伟、钟畅:《媒体监督能够起到外部治理的作用吗? ——来自中国上市公司违规的证据》,《金融研究》2016 年第 6 期。

21. 祝继高、叶康涛、陆正飞:《谁是更积极的监督者:非控股股东董事还是独立董事?》,《经济研究》2015 年第 9 期。

22. Allen, F., Qian, J., & Qian, M., Law, Finance and Economic Growth in China. *Journal of Financial Economic*, Vol. 77, No. 1, 2005, pp. 57 – 116.

23. Bainbridge, S. M., Director Primacy and Shareholder Disempowerment. *Harvard Law Review*, Vol. 119, No. 6, 2006, pp. 1735 – 1758.

24. Blankespoor, E., Miller, G. S., & White, H. D., The Role of Dissemination in Market Liquidity: Evidence from Firms' Use of Twitter. *The Accounting Review*, Vol. 89, No. 1, 2014, pp. 79 – 112.

25. Burkart, M., & Panunzi, F., Agency Conflicts, Ownership Concentration, and Legal Shareholder Protection. *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 15, No. 1, 2006, pp. 1 – 31.

26. Burkart, M., Panunzi, F., & Shleifer, A., Family firms. *The Journal of Finance*, Vol. 58, No. 5, 2003, pp. 2167 – 2201.

27. Bushee, B. J., Core, J. E., & Guay, W. et al. The Role of The Business Press as An Information Intermediary. *Journal of Accounting Research*, Vol. 48, No. 1, 2010. pp. 1 – 19.

28. Drake, M. S., Roulstone, D. T., & Thornock, J. R., The Determinants and Consequences of Information Acquisition Via EDGAR. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 32, No. 3, 2019. pp. 1128 – 1161.

29. Fama, E. F., Agency Problems and The Theory of The Firm. *Journal of Political Economy*, Vol. 88, No. 2, 1980, pp. 288 – 307.

30. Fang, L. H., & Joel, P., Media Coverage and the Cross-Section of Stock. *The Journal of Finance*, Vol. 64, No. 5, 2009, pp. 2023 – 2050.

31. Firth, M., Lin, C., & Zou, H., Friend or Foe? The Role of State and Mutual Fund Ownership in The Split Share Structure Reform

in China. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 45 , No. 3,2010 , pp. 685 – 706.

32. Jensen, M. C. , & Murphy, K. J. , Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy*, Vol. 98 , No. 2 , 1990 ,pp. 225 – 264.

33. Jonathan, L. , R. , Douglas, S. , J. , & Sarah, L. C. , et al, Multiple Stakeholder Orientation in UK Companies and the Implications for Company Performance. *Review of Accounting Studies*, Vol. 21 ,No. 3,2016 ,pp. 711 – 739.

34. Jensen, M. C. , & Meckling, W. H. , Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 , No. 4, 1976 , pp. 305 – 360.

35. La Porta, R. , Lopez-de-Silanes, F. , & Shleifer, A. , et al. , Investor Protection and Corporate Valuation. *The Journal of Finance*, Vol. 57 ,No. 3,2002 , pp. 1147 – 1170.

36. Tse, T. , Shareholder and Stakeholder Theory: After the Financial Crisis. *Qualitative Research in Financial Markets*, Vol. 2 , No. 1 , 2011 , pp. 51 – 63.

37. Zingales, L. , In Search of New Foundations. *The Journal of Finance*, Vol. 55 , No. 4,2000 , pp. 1623 – 1653.

Minority Shareholders' Voice on Social Media and the Effectiveness of Executive Compensation Contracts

DOU Chao (Central University of Finance and Economics, 100081)

LUO Jingbo (Lanzhou University, 730000)

Abstract: In the field of enterprise compensation contract research, the value and role of minority shareholders have not received enough attention for a long time. This paper explores and analyzes the information exchange between retail investors and listed companies on the e-info platforms developed by Shanghai and Shenzhen stock exchanges. Results have shown that the use of social media significantly enhances the executive compensation performance sensitivity, especially so for companies with stronger investor protection, greater industry competition pressure and higher corporate governance level. Moreover, we find that minority shareholders could improve the effectiveness of compensation contracts by influencing the funds inflow, media coverage and analysts' investment ratings, while executives mainly respond to the effectiveness of compensation contracts by improving corporate performance rather than inhibiting their own salaries. This study presents new evidence and literature on the value of minority shareholders in the role of executive compensation contracts via the two platforms.

Keywords: Minority Shareholders, Social Media, Executive Compensation Contracts, Working Channel

JEL: G39, D12, D14

责任编辑:无 明