

关系专用性投资与高管薪酬业绩敏感性*

林钟高, 郑军, 汤谢莹

(安徽工业大学商学院, 安徽马鞍山 243002)

摘要:文章从关系专用性投资角度研究高管薪酬的有效性,认为如果考虑公司的关系专用性投资,高管薪酬业绩敏感性较低的现象将得以解释。文章实证检验了两个假设:(1)关系专用性投资显著降低了高管薪酬的业绩敏感性;(2)这种效应在信任水平低的地区更加明显。进一步控制内生性后,研究结论依然成立。文章丰富了以关系契约为基础的转型经济环境下的公司治理与薪酬契约的相关成果,也为上市公司设计有效的薪酬制度提供了新的思路与依据。

关键词:关系专用性投资;高管薪酬;业绩敏感性;地区信任水平

中图分类号:F239.43 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2014)09-0133-12

一、引言

高管薪酬的合理性与薪酬契约的有效性备受关注,“关系”的文献也已成为重要的制度背景和研究热点,但是从关系专用性投资角度考察高管薪酬契约有效性的文献很少。现实中,如果高管薪酬高而公司业绩却不高(业绩敏感性低),高管薪酬契约的有效性将受到质疑。我们认为,薪酬契约不一定直接与公司业绩相关,大量存在的关系契约会影响高管薪酬水平及其与公司业绩的敏感程度(Hwang 和 Kim, 2009)。这是因为公司要依靠高管维护社会关系,其维护关系的成本必需得以补偿,而这种支出与业绩没有直接的关系。特别地,作为一个转型经济体中国具有浓厚的“关系本位”特征(Allen 等, 2005),关系交易已经且将持续成为企业间交易的主要契约模式,而关系契约的履行不仅取决于维持关系的未来价值(Levin, 2003),而且取决于企业如何设计更为有效的薪酬契约以激励高管付出更多的努力来维持关系专用性投资的内在价值。本文研究结论提醒我们,当企业更需依赖关系网络进行交易时,由于高管的当期努力难以通过当期的业绩体现出来,企业应避免单独采用短期的货币薪酬激励方式,以免损害专用性资产的内在价值。

基于中国资本市场研究上述问题的另一个重要优势在于,我们可以有效观察到一些特殊的制度环境约束是如何影响薪酬契约的治理作用的。已有研究指出,除了能够低成本地观测到企业真实的业绩,且观测到的业绩指标能够真实、客观地反映高管人员的努力程度之外,薪酬契约的有效性还内生于其特有的制度环境(刘凤委等, 2007)。新制度经济学强调,制度环境会对交易主体的行为产生影响,反过来又会影响到交易所采用的契约形式,因此制度对企业交易行为与契约结构具有决定性的作用。而作为非正式制度存在的个体声誉或者交易主体间的信任程度,是维护契约、改变契约的重要因素。进一步而言,信任不仅是地区经

收稿日期:2014-04-08

基金项目:国家自然科学基金项目“内部控制对关系专用性投资价值创造的传导机制研究”(71272220)

作者简介:林钟高(1960—),男,福建泉州人,安徽工业大学商学院教授,博士生导师;

郑军(1980—),男,湖北监利人,安徽工业大学商学院讲师,管理学博士;

汤谢莹(1991—),女,安徽宣城人,安徽工业大学商学院硕士研究生。

济构建和运作的润滑剂,也是其繁荣发展的来源和标志,社会成员之间的信任乃是文化对经济的影响途径和表现形式,它直接影响甚至决定经济效率(福山,1998)。信任直接影响一个地区经济实体的规模、组织方式、交易范围和交易形式,以及社会中非直接生产性寻利活动的规模和强度(Knack 和 Keefer, 1997)。张维迎等(2002)对信任和经济绩效关系的实证研究也表明,在信任度越高的地区,经济增长率及投资额度也越高。与西方发达国家不同,中国是一个典型的“关系本位”社会,人与人之间的信任关系源自独特的文化传统。Webber (1920)指出,中国人之间的信任是以血缘为基础,建立在私人关系和血缘关系上,不信赖外人,而且这种特殊的信任构成了一切商业关系的基石(福山,1998),但这种特殊性或狭隘性也妨碍了商业诚信的普遍发展(夏纪军,2005)。已有研究发现,在信任程度低的地区,企业更愿意选择本地少数供应商或客户构建关系型交易来降低交易成本(Kong, 2011),并且关系型交易的建立意味着交易双方的相互依赖性不断增强,投资的资产通常具有较高度度的专用性,这些专用性资产又以独特的方式深深镶嵌于他们的合作和惯例中,进而促进企业绩效提升。以上分析表明这样的逻辑关系:社会信任低→私人关系更重要→关系专用性投资水平更高→高管薪酬业绩敏感性降低。然而,到目前为止,尚未有文献直接考察企业所处地区的信任程度如何影响关系专用性投资与高管薪酬业绩敏感性之间的关系。

本文的研究贡献在于:(1)提供了商业关系网络充当正式制度的替代物对公司治理产生影响的客观证据,顺应了 Allen 和 Babus(2008)呼吁关注关系网络产生的经济后果。在正式制度约束较弱的中国,“关系网络”这种非正式制度在公司治理中往往扮演着重要角色。本文研究结论将有助于深入理解商业网络关系对薪酬激励机制、薪酬契约订立和执行进而对公司治理的影响。(2)揭示了宏观制度环境和交易模式对高管薪酬业绩敏感性的影响机理和微观路径,提供了薪酬契约影响因素的新证据。本文不仅分析了关系专用性投资对薪酬契约的影响,而且进一步探讨了信任水平不同地区的企业关系专用性投资对高管薪酬契约影响的显著差异,拓展和丰富了薪酬契约的现有文献。(3)本文研究结论为上市公司制定合理的高管薪酬契约提供了重要思路,为完善我国上市公司经理人激励机制提供了新的方向和依据。

本文其余部分的结构安排如下:第二部分是理论分析和研究假说,第三部分是研究设计,第四部分是检验结果和分析,最后是研究结论和不足。

二、理论分析与研究假说

(一)关系专用性投资与高管薪酬业绩敏感性

已有研究表明,企业与主要供应商/客户达成关系型交易,双方的相互依赖性不断增强,投资的资产通常也具有较高度度的专用性,交易一方或双方通常需要提供抵押品以保证合约的执行,并据此获取超额收益(Klein 和 Leffler, 1981)。我们认为,关系专用性投资必定会影响公司的薪酬激励机制,这种影响主要体现在以下两个方面:

第一,与其他类型的资产不同,关系专用性资产与特定的人和条件相联系,其产权很难分割、评估和跨越个人或组织转移(Alchian, 1965),资产的专用性越强,则交易伙伴放弃该关系的成本就越高,因为如果企业求助于其他供应商,不仅得不到理想的实物资产,而且即使能获得非专用性资产,其生产成本也非常高(Williamson, 1985)。即关系专用性投资提高了对交易伙伴的依赖性,专用性越强,依赖程度就越大。这是因为:当企业对主要供应商/客户的关系专用性投资越多时,由于企业多余的生产能力在这种特定关系之外具有很少的

市场价值,一旦交易终止,企业的专用性价值会受损(Titman, 1984),而重新部署和调整原有的专用性投资则需要耗费更多成本(Banerjee 等, 2008),这使企业的谈判能力相对削弱。而为了降低主要供应商/客户对未来交易不确定性的担忧,企业会倾向采取盈余管理的方式来满足其预期。这不仅有助于缓解它们对企业高管的压力,进一步改善交易关系和交易条款(Graham 等, 2005),也有助于诱使它们在未来进行更多的关系专用性投资(Raman 和 Shahrur, 2008)。基于此,企业对主要供应商/客户的关系专用性投资会影响其高管薪酬契约据以签订和执行的基础——会计盈余,进而影响当期高管薪酬激励与会计业绩之间的相关性。

第二,在我国不尽完善的市场机制下,企业间的关系型交易通常需要交易各方固化其组织的自然人代表,并通过这些自然人(或高管)之间长期合作建立的信任关系来维持交易。但信任关系的维持需要企业高管付出更多的努力、投入更多的时间和精力,而这也是一种高度的专用性投资(何小杨, 2011)。由于异质性、不可分割性和稀缺性等特征,这种专用性投资需要耗费大量成本,从而无法通过短期的学习或市场搜寻轻易获得,结果使高管的才能和努力对企业业绩的边际作用在这种独特狭窄信任范围的合作方式下增加。因此,企业需要设计更为有效的薪酬契约,以激励高管付出更多的努力。但更多的努力对高管而言构成了一种私人成本,在代理框架下,如果这些私人成本无法获得补偿,则高管更可能卸责,由此损害企业的利益(辛清泉等, 2009)。根据资产专有理论,考虑到企业与高管之间的关系具有“长期合约”的特点,企业对高管的监督和激励不再是对高管当期业绩的考察,而是在长期合作中对其进行更多投入信息的考察(Chen 和 Hsu, 2012),如通过赋予高管股权将高管的个人利益与企业的长期利益“绑定”在一起。而且,当企业间存在关系型交易模式时,交易双方在某个期间的投资成本与投资收益并不能完整匹配,常常表现为交易前期投资较多地用于维护交易,而到交易后期才产生投资溢价,如更关注提升客户满意度的公司其长期市场业绩会更好,而短期财务绩效却更差(Ogden 和 Watson, 1999)。这表明,当企业存在关系专用性投资时,如果单独采用短期财务绩效评价指标来衡量公司绩效,可能无法准确评估高管努力程度与公司当期的绩效之间的相关性。

由此我们预期,关系专用性投资会使企业高管的当期努力难以通过当期业绩体现出来,从而造成高管当期的薪酬激励水平与当期的财务业绩难以匹配,薪酬业绩敏感性降低。据此,本文提出如下假设:

假设 1:在其他条件相同时,企业关系专用性投资程度越高,高管薪酬与公司业绩之间的敏感度越低。

(二)信任水平、关系专用性投资与高管薪酬业绩敏感性

诺斯(1990)明确指出,在一个不确定的世界里,制度发挥重要作用并决定着交易费用。企业的一系列缔约行为不仅仅是企业的自主行为,企业所处的制度环境是引导企业行为、决定契约内容的主要因素。作为一种非正式制度,信任是除物质资本和人力资本之外决定国家经济增长和社会进步的一种主要社会资本。在宏观层面,一个国家的信任度高低对其社会长期稳定和经济持续增长乃至经济效率的提高都具有重要作用(Knack 和 Keefer, 1997);在微观层面,信任不仅建立对彼此诚实守信合作的预期,减少不确定性,最终促进合作,还有助于限制商业合同执行中的机会主义行为和道德风险问题,使合同能被有效地执行(Guiso 等, 2004)。

由于地域广袤和地区文化差异巨大,中国各个地区的信任程度存在较大差异(张维迎

等,2002),地区声誉好坏的初始印象将成为影响企业及个人交易行为的重要标准,地区信任环境差异会对该地区企业和个人产生系统性影响,低信任地区的企业和个人将承担较高的交易成本(刘凤委等,2009)。已有研究表明,对处于低信任度地区的企业而言,市场交易成本高昂,机会主义行为轻易发生,交易伙伴无法观察和预测交易关系何时会突然终止,因此不敢选择与陌生企业进行交易,而是更倾向于与自己有关系的、较为熟悉的少数供应商和客户进行交易(Johnson 等,1999),以节约交易成本。

因此我们预期,在信任水平较高的地区,企业守信程度较高,加上信息沟通更通畅,企业可以了解到交易对象更多、更有效的信息,更有可能主动进行对外交易;另一方面,随着企业守信程度的提高,“欺骗”和“欺生”现象减少,人们较容易与陌生人打交道并很快融入陌生环境,有助于减轻对新建立关系企业的担心或恐惧,比较容易认可和接受交易对象,双方的合作自然也较易达成。此时,企业得以在更广的范围内寻找和选择供应商和客户,降低对特定“关系户”的依赖程度,减轻来自主要供应商/客户的压力,进而也减弱了盈余管理的动机,使当期的会计盈余能更好反映当期企业高管的努力程度,进而增加了高管的薪酬激励与会计业绩之间的相关性。同时,随着地区信任水平的提高,人际的信任度和道德约束水平也相对较高,信息不对称程度降低,彼此的信任与合作有助于促进经济合作和交易的正常运行(Guiso 等,2004)。这反过来降低了企业的关系专用性投资程度,使交易过程中具有非标准化特征的关系型资产减少,增加了通过计量当期产出来判断管理层努力程度的准确度,提高会计业绩与高管薪酬的敏感度。相反,在信任水平较低的地区,企业的经营活动依靠周边“关系户”,可以有效替代外部信任缺失而导致的交易费用增加,并且当企业所在地区信任水平越低时,“关系”对市场的替代作用越强,对交易费用的节省作用也越强(Kong, 2011)。由于“关系”交易模式下对关系专用性资产的定价、计量以及产出评估的成本较高,高管的当期努力很难通过当期业绩来体现。当业绩指标产生业绩歪曲或者更难被计量、更多噪音、更不敏感而难以反映(捕捉)管理层的经营行为时,该业绩指标在经理人激励合约中的权重将减小,激励强度降低(Engel 等,2003)。因此,在信任水平越低的地区,关系专用性投资对高管货币薪酬与公司业绩敏感度的影响越大。基于此,本文提出如下假设:

假设 2:在其他条件相同时,在信任水平较低的地区,关系专用性投资对高管货币薪酬与公司业绩敏感度的影响更大。

三、研究设计

(一)样本选择

本文选取 2001—2012 年 A 股上市公司作为初始样本,在剔除金融保险类公司、控制人不能识别、总资产为负、资不抵债的公司以及其他相关数据缺失的公司后,最终得到 17 622 个观察值,供应商采购比例和客户销售比例分别为 14 226 个和 17 247 个观测值。上述数据以及关联方交易数据均以上市公司公开披露的年报为准,由手工收集而得,相关财务数据主要源于 Wind 和 CSMAR 数据库。另外,为了减少异常值的影响,本文对所有相关的连续性变量进行了上下 1% 上的 Winsorize 处理。

(二)模型设定

为了检验假设 1,我们构建如下 OLS 回归模型(1):^①

^①关于高管薪酬业绩敏感性的现有研究文献也有采用 *change* 模型,但方军雄(2009)指出在中国的资本市场上采用 *change* 模型使模型的解释能力较 *level* 模型大幅下降,因此本文采用 *level* 模型对假设进行检验。

$$\begin{aligned} \text{LnComp} = & \alpha_0 + \beta_1 \text{Roa} + \beta_2 \text{RI} + \beta_3 \text{Roa} \times \text{RI} + \beta_4 \text{State} + \beta_5 \text{Size} + \beta_6 \text{Lev} \\ & + \beta_7 \text{Shr1} + \beta_8 \text{Z} + \beta_9 \text{Mshare} + \beta_{10} \text{Growth} + \beta_{11} \text{Indep} + \beta_{12} \text{Dual} \\ & + \beta_{13} \text{Rpt} + \beta_{14} \text{Lngdp} + \text{YearDummies} + \text{IndustryDummies} + \epsilon \end{aligned} \quad (1)$$

被解释变量 LnComp 是高管薪酬总额取自然对数,本文使用上市公司年报中披露的董事、监事和高管薪酬的总额作为高管薪酬的替代变量。

解释变量主要是公司业绩 Roa 和其与关系专用性投资 RI 的交互项 $\text{Roa} \times \text{RI}$ 。本文借鉴辛清泉等(2009)的做法,采用总资产收益率(Roa)来衡量公司业绩。因为以会计盈余为基础的薪酬契约有利于体现管理层对资产的受托责任和提高经营效率,而且会计业绩是经理人当期决策与行为的结果,具有较强的信号传递作用。^①

对于关系专用性投资(RI),目前主要有三类度量方法:第一类是采用供应商/客户对企业的 $\text{R\&D}$ 投资强度作为对企业关系专用性资产的衡量指标(Kale 和 Shahrur, 2007);第二类是借鉴 Nunn(2007)基于美国的投入产出表构造和计算的一个关于不同行业的产品专用性投资的衡量指标(Chen 和 Hsu, 2013; Dou 等, 2013);第三类是采用公司向大供应商的采购比例以及向大客户的销售比例作为关系专用性资产的度量(Banerjee 等, 2008; 王少飞等, 2010),这种度量方式直接反映了主要供应商/客户对公司的重要性及公司对主要供应商/客户的依赖程度,该指标越大,表明企业越依赖少量的供应商或客户。本文采用第三类度量方法,因为已有研究表明,当企业的大部分销售主要依赖一个或几个大客户时,企业的资产对客户的专用性更强(Titman, 1984);Joskow(1988)进一步指出,当一个公司的销售对象主要集中于少数大客户时,公司的资产对大客户形成较强的专用性,这类似于 Williamson(1985)提出的“特定资产”。Banerjee 等(2008)认为与其他衡量方式相比,第三类衡量方式有助于从企业与供应商/客户的关系这个特殊视角来考察企业的关系专用性投资,他们提供的经验证据也表明,对于那些更依赖与供应商或客户交易的公司而言,其关系专用性投资程度较高,也越倾向于保持较低的杠杆水平,这与 Kale 和 Shahrur(2007)采用第一类度量方法得出的研究结论一致。本文所指的关系专用性投资(RI)包括两个部分:供应商采购比例(Supply),即年报中披露的上市公司向前五大供应商的采购合计值占全年采购的比例,用以度量企业对主要供应商的关系专用性资产;客户销售比例(Customer),即年报中披露的上市公司向前五大客户的销售合计值占全年销售的比例,用以度量企业对主要客户的关系专用性资产。根据假设 1,我们预期交互项 $\text{Roa} \times \text{RI}$ 的回归系数 β_3 显著为负。

为了检验假设 2,我们构建如下的 OLS 回归模型:

$$\begin{aligned} \text{LnComp} = & \alpha_0 + \beta_1 \text{Roa} + \beta_2 \text{RI} + \beta_3 \text{Roa} \times \text{RI} + \beta_4 \text{Trust} + \beta_5 \text{Trust} \times \text{Roa} \\ & + \beta_6 \text{Trust} \times \text{RI} + \beta_7 \text{Trust} \times \text{Roa} \times \text{RI} + \beta_8 \text{State} + \beta_9 \text{Size} + \beta_{10} \text{Lev} \\ & + \beta_{11} \text{Shr1} + \beta_{12} \text{Z} + \beta_{13} \text{Mshare} + \beta_{14} \text{Growth} + \beta_{15} \text{Indep} + \beta_{16} \text{Dual} \\ & + \beta_{17} \text{Rpt} + \beta_{18} \text{Lngdp} + \text{YearDummies} + \text{IndustryDummies} + \epsilon \end{aligned} \quad (2)$$

模型(2)在模型(1)的基础上增加了地区信任水平 Trust 及其分别与关系专用性投资 RI 和公司业绩 Roa 的交互项。对于地区信任水平 Trust ,我们借鉴刘凤委等(2009)的做

^①本文并未采用公司市场价值作为企业业绩的代理变量,因为中国资本市场发展时间较短,发育程度较低,价格信号中包含了太多噪音,对企业高管当期行为的信号传递作用较弱(Engel 等, 2003)。另外,中国企业尤其是国有企业在薪酬契约中较少地包含公司市场价值因素,因此在进行薪酬问题研究时公司市场价值因素缺乏重要性。杜兴强等(2007)发现,上市公司经理人的薪酬与公司市场价值之间缺乏相关性。辛清泉等(2009)发现,虽然国有上市公司经理人的薪酬与公司股票回报之间的相关性随市场化发展而有所增强,但两者之间的相关性仍较弱。

法,采用张维迎等(2002)“中国企业家调查系统”中披露的大陆 31 个省、市、自治区守信用情况指数来度量各地区的信任水平。该数据通过对全国各地经理人员针对不同省份的企业在商品贸易往来过程中是否守信进行问卷调查所得,一般而言,该指数越大,表示该地区值得信任的程度越高。^① 根据假设 2,我们预期主要解释变量 $Trust \times RI \times Roa$ 的回归系数 β_7 显著为正。

借鉴已有文献,研究模型中还控制了其他一些变量,变量定义与取值见表 1。

表 1 变量定义表

变量名称	变量代码		变量定义
高管薪酬	LnComp		公司高管的货币薪酬总额取自然对数
总资产收益率	Roa		公司营业利润除以平均总资产
关系专用性投资	RI	Supply	向前五大供应商采购的合计值占全年采购合计值的比例,用以度量上市公司对主要供应商的关系专用性投资强度
		Customer	向前五大客户销售的合计值占全年销售合计值的比例,用以度量上市公司对主要客户的关系专用性投资强度
信任水平	Trust		地区企业信任指数,来自张维迎等(2002)披露的数据
高管持股	Mshare		如果上市公司存在高管持股,取值为 1,否则为 0
公司规模	Size		公司期末总资产的自然对数
财务杠杆	Lev		公司期末总负债/期末总资产
控股股东持股比例	Shr1		公司第一大股东持股比例
股权制衡	Z		公司第二至第十大股东持股比例之和与第一大股东持股比例之比
关联方交易	RPTSupply		公司当年披露的向关联方采购或接受劳务占同类业务的比例
	RPTCustomer		公司当年披露的向关联方销售或提供劳务占同类业务的比例
两职合一	Dual		如果公司总经理与董事长两职合一,取值为 1,否则为 0
独立董事比例	Indep		独立董事人数/董事会人数
公司成长能力	Growth		公司当年营业收入减去上年营业收入再除以上年营业收入
地区经济发展水平	LnGDP		地区人均 GDP 取自然对数
行业	Ind		按照证监会行业分类标准设置行业虚拟变量,其中对制造业按二级代码进行细分
年度	Year		年度虚拟变量

四、检验结果与分析

(一)描述性统计、相关系数检验与单变量检验^②

样本的描述性统计结果表明,LnComp 的均值和中位数很接近,说明上市公司的高管薪酬分布更接近于正态分布,大部分高管处于中间水平。Supply 和 Customer 的均值都大于 30%,说明我国上市公司整体上对主要供应商/客户的依赖较大。另外 Trust 的最小值和最大值的差距比较明显,说明在我国不同的省级行政区域之间,信任水平的差异较大,各地区之间的制度环境差异较为明显,这为我们的研究提供了一个较好的契机。

主要变量的 Pearson (Spearman) 相关系数矩阵表明,各主要变量间的相关系数并不大,这说明多重共线性问题可能并不严重。LnComp 与 Supply 和 Customer 都在 1% 的水平上显著负相关,这意味着与前五大供应商和客户进行关系型交易的企业的薪酬水平更低。Trust 与 Supply 和 Customer 的相关系数也至少在 10% 的水平上显著为负,说明来

① 调查涉及全国 31 个省、自治区和直辖市,调查对象主要是一些企业和企业领导人。有关信任问题的设计是“根据您的经验,您认为哪五个地区的企业比较守信用(按顺序排列)?”已有研究表明,该调查数据是有关我国地区间声誉型信任的良好反映(夏纪军,2005)。

② 限于篇幅,描述性统计、相关系数和单变量检验结果无法详细报告,有兴趣的读者可向笔者索取。

自信任水平较低地区的企业更依赖与主要供应商/客户进行交易,这与 Kong (2011)的研究结论一致。

高管薪酬 $LnComp$ 和公司业绩 Roa 的单变量分析发现,关系专用性投资强度更高的企业的高管获得高额薪酬显著更低,这与何小杨(2011)的研究结论一致。从公司业绩来看,随着企业对主要供应商/客户的关系专用性投资强度的增加,但企业的财务绩效并没有同步增加,初步印证了当期投资与当期收益的不完全配比,造成当期的会计业绩与高管当期货币薪酬之间的敏感性降低。

(二)多元回归分析

1. 关系专用性投资与高管薪酬业绩敏感性

我们在控制了其他可能影响高管薪酬的企业特征和年度、行业属性等因素后,首先考察了在我国上市公司中,高管薪酬与业绩之间是否存在敏感性,回归结果如表 2 的第(1)列至第(4)列所示。 Roa 的回归系数均在 1%水平上显著为正,表明高管薪酬与公司业绩同方向变化。

进一步,我们考察了关系专用性投资是否对高管薪酬业绩敏感性存在显著影响,回归结果如表 2 的第(5)列至第(8)列所示。我们仍然发现 Roa 的回归系数均在 1%的水平上显著,进一步支持了上文的结论。而且,第(5)列和第(6)列中的交互项 $Supply \times Roa$ 和 $Customer \times Roa$ 的回归系数均在 1%的水平上显著,表明企业对主要供应商/客户的关系专用性投资的增加会显著降低高管薪酬的业绩敏感性,支持了本文假设 1。在表 2 的第(7)列和第(8)列中, $Dum_Supply \times Roa$ 和 $Dum_Customer \times Roa$ 的回归系数也均在 1%的水平上显著,^①说明企业对主要供应商/客户的关系专用性投资的增加进一步模糊了会计信息对薪酬契约的基础性影响作用,使得会计业绩在衡量高管努力程度方面存在较大的噪音,从而降低了高管薪酬与公司业绩之间的敏感性,支持了假设 1。

表 2 关系专用性投资与高管薪酬业绩敏感性(OLS 回归)

	被解释变量: $LnComp$							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Roa	2.0447 *** (22.12)	1.8235 *** (22.48)	2.0519 *** (22.19)	1.8324 *** (22.51)	2.6436 *** (15.79)	2.3447 *** (18.60)	2.2336 *** (21.29)	1.9846 *** (22.26)
$Supply$	-0.1794 *** (-6.82)				-0.0948 *** (-2.87)			
$Customer$		-0.2445 *** (-10.25)				-0.1555 *** (-5.36)		
Dum_Supply			-0.0690 *** (-5.41)				-0.0336 ** (-2.08)	
$Dum_Customer$				-0.0729 *** (-5.52)				-0.0389 ** (-2.41)
$Supply \times Roa$					-1.4419 *** (-4.28)			
$Customer \times Roa$						-1.4375 *** (-5.16)		
$Dum_Supply \times Roa$							-0.5798 *** (-3.45)	
$Dum_Customer \times Roa$								-0.5753 *** (-3.54)
$RPTSupply$	-0.2654 *** (-6.09)		-0.2933 *** (-6.79)		-0.2689 *** (-6.19)		-0.2967 *** (-6.88)	
$RPTCustomer$		-0.2783 *** (-7.37)		-0.3474 *** (-9.36)		-0.2891 *** (-7.66)		-0.3520 *** (-9.49)

①为了检验回归结果的稳健性,我们借鉴何小杨(2011)的做法,将 $Supply$ 和 $Customer$ 分别变化衡量方式: Dum_Supply 为虚拟变量,如果向前五大供应商的采购合计值占全年采购合计值的比例大于 50%则为 1,否则为 0; $Dum_Customer$ 为虚拟变量,如果向前五大客户的销售合计值占全年销售合计值的比例大于 50%则为 1,否则为 0。

续表2 关系专用性投资与高管薪酬业绩敏感性(OLS 回归)

	被解释变量:LnComp							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
State	0.0596*** (4.67)	0.0413*** (3.61)	0.0605*** (4.74)	0.0440*** (3.84)	0.0618*** (4.83)	0.0428*** (3.75)	0.0622*** (4.87)	0.0450*** (3.93)
Shr1	-0.0020*** (-3.54)	-0.0020*** (-4.47)	-0.0018*** (-3.58)	-0.0020*** (-4.46)	-0.0018*** (-3.63)	-0.0021*** (-4.68)	-0.0018*** (-3.63)	-0.0020*** (-4.55)
Growth	-0.0002* (-1.65)	-0.0002 (-1.46)	-0.0003* (-1.72)	-0.0002 (-1.58)	-0.0003* (-1.67)	-0.0002 (-1.44)	-0.0003** (-1.76)	-0.0002 (-1.56)
Size	0.3335*** (56.11)	0.3399*** (66.12)	0.3379*** (57.55)	0.3469*** (67.60)	0.3330*** (56.04)	0.3400*** (66.25)	0.3375*** (57.48)	0.3467*** (67.62)
Lev	-0.0019*** (-7.17)	-0.0021*** (-9.25)	-0.0018*** (-7.03)	-0.0021*** (-9.13)	-0.0019*** (-7.09)	-0.0021*** (-9.18)	-0.0018*** (-6.98)	-0.0021*** (-9.05)
Z	0.1139*** (10.46)	0.1152*** (11.87)	0.1134*** (10.41)	0.1144*** (11.75)	0.1134*** (10.42)	0.1129*** (11.66)	0.1131*** (10.40)	0.1131*** (11.64)
Mshare	0.0747** (6.82)	0.0910*** (9.16)	0.0769*** (7.01)	0.0937*** (9.42)	0.0747*** (6.82)	0.0910*** (9.16)	0.0770*** (7.02)	0.0938*** (9.42)
Dual	-0.0136 (-1.02)	-0.0223* (-1.75)	-0.0149 (-1.11)	-0.0224* (-1.75)	-0.0130 (-0.97)	-0.0243* (-1.91)	-0.0142 (-1.06)	-0.0235* (-1.84)
Indep	0.0728 (0.76)	0.0320 (0.37)	0.1900*** (18.65)	0.0277 (0.32)	0.0767 (0.80)	0.0300 (0.35)	0.0806 (0.84)	0.0259 (0.30)
LnGdp	0.1906*** (18.71)	0.1958*** (21.24)	0.1952*** (19.24)	0.1955*** (21.16)	0.1902*** (18.67)	0.1974*** (21.39)	0.1900*** (18.65)	0.1964*** (21.24)
Constant	4.4101*** (29.44)	4.2985*** (32.63)	4.2810*** (29.11)	4.0919*** (31.33)	4.3936*** (29.36)	4.2549*** (32.30)	4.2794*** (29.10)	4.0796*** (31.25)
行业/年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
F 值	418.69***	501.32***	416.65***	497.99***	411.43***	494.69***	408.73***	489.66***
Adj. R ²	0.5713	0.5684	0.5707	0.5664	0.5719	0.5693	0.5712	0.5668
观测值	14 224	17 242	14 224	17 242	14 224	17 242	14 224	17 242

注:括号内 t 值都经过 White 异方差调整,***、** 和 * 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著。下表同。

2. 信任水平、关系专用性投资与高管薪酬业绩敏感性

表 3 检验了在信任水平不同的地区,企业对主要供应商/客户的关系专用性投资对高管薪酬业绩敏感性的影响是否存在显著差异。在总样本中,我们发现 *Roa* 的回归系数在 1% 的水平上显著为正,交互项 *Supply*×*Roa* 和 *Customer*×*Roa* 的回归系数都在 1% 的水平上显著为负,而交互项 *Trust*×*Supply*×*Roa* 和 *Trust*×*Customer*×*Roa* 的回归系数分别在 5% 和 1% 的水平上显著,表明在信任水平越低的地区,关系专用性投资对高管货币薪酬与公司业绩敏感度的影响越大,这与我们的预期一致,假设 2 得到验证。

我们在模型(2)中使用了交互项,使模型(2)可能存在较严重的共线性问题,因此我们将总样本分为地区信任水平较高和地区信任水平较低两个子样本作进一步回归。在表 3 中可以发现,在信任水平较高地区的子样本中,交互项 *Supply*×*Roa* 和 *Customer*×*Roa* 的回归系数都为负,但不显著;而在信任水平较低地区的子样本中,交互项 *Supply*×*Roa* 和 *Customer*×*Roa* 的回归系数均在 1% 的水平上显著为负,表明在信任水平较低的地区,关系专用性投资降低了高管货币薪酬与公司业绩之间的敏感度,进一步支持了假设 2。

表 3 信任水平、关系专用性投资与高管薪酬业绩敏感性(OLS 回归)

	被解释变量:LnComp					
	总样本		信任水平较高地区		信任水平较低地区	
Roa	3.1813*** (13.96)	2.8205*** (15.82)	2.0901*** (8.43)	1.9091*** (10.58)	3.0507*** (13.77)	2.6840*** (15.06)
Supply	-0.0502 (-1.15)		-0.1577*** (-3.14)		-0.0243 (-0.57)	
Supply×Roa	-2.2539*** (-4.95)		-0.5598 (-1.07)		-2.0673*** (-4.93)	
Customer		-0.1107*** (-2.84)		-0.1516*** (-3.38)		-0.1595*** (-4.14)
Customer×Roa		-2.3216*** (-5.77)		-0.5960 (-1.37)		-2.0956*** (-5.69)

续表3 信任水平、关系专用性投资与高管薪酬业绩敏感性(OLS回归)

	被解释变量:LnComp					
	总样本		信任水平较高地区		信任水平较低地区	
<i>Trust</i>	0.0021*** (8.61)	0.0016*** (7.71)				
<i>Trust</i> × <i>Roa</i>	−0.0068*** (−2.92)	−0.0062*** (−3.55)				
<i>Trust</i> × <i>Supply</i>	−0.0006 (−1.33)					
<i>Trust</i> × <i>Roa</i> × <i>Supply</i>	0.0099** (1.96)					
<i>Trust</i> × <i>Customer</i>		−0.0007* (−1.79)				
<i>Trust</i> × <i>Roa</i> × <i>Customer</i>		0.0116*** (2.61)				
<i>RPTSupply</i>	−0.2657*** (−6.20)		−0.2491*** (−3.79)		−0.2966*** (−5.24)	
<i>RPTCuatomer</i>		−0.2737*** (−7.22)		−0.3963*** (−6.24)		−0.1946*** (−4.10)
<i>State</i>	0.0577*** (4.51)	0.0380*** (3.32)	0.0991*** (5.30)	0.0869*** (5.31)	0.0589*** (3.27)	0.0259 (1.57)
<i>Shr1</i>	−0.0018*** (−3.63)	−0.0021*** (−4.70)	0.0006 (0.84)	0.0001 (0.17)	−0.0037*** (−5.12)	−0.0038*** (−6.05)
<i>Size</i>	0.3329*** (56.09)	0.3392*** (66.03)	0.3350*** (40.87)	0.3489*** (48.66)	0.3343*** (39.16)	0.3331*** (45.13)
<i>Lev</i>	−0.0017*** (−6.33)	−0.0020*** (−8.54)	−0.0011*** (−2.85)	−0.0017*** (−4.91)	−0.0021*** (−5.94)	−0.0021*** (−6.91)
<i>Growth</i>	−0.0003* (−1.73)	−0.0002 (−1.45)	−0.0002 (−1.27)	−0.0002 (−1.42)	−0.0003 (−1.36)	−0.0001 (−0.78)
<i>Z</i>	0.1154*** (10.64)	0.1136*** (11.73)	0.1580*** (11.14)	0.1512*** (11.98)	0.0843*** (5.13)	0.0825*** (5.61)
<i>Mshare</i>	0.0773*** (7.08)	0.0934*** (9.43)	0.1004*** (6.56)	0.1352*** (9.78)	0.0584*** (3.72)	0.0508*** (3.51)
<i>Dual</i>	−0.0105 (−0.79)	−0.0223* (−1.76)	−0.0077 (−0.46)	−0.0078 (−0.49)	−0.0256 (−1.19)	−0.0475** (−2.35)
<i>Indep</i>	0.0807 (0.85)	0.0341 (0.39)	0.0771 (0.58)	−0.0211 (−0.17)	0.0699 (0.52)	0.0525 (0.43)
<i>LnGdp</i>	0.0020 (0.09)	0.0653*** (3.46)	0.0527** (2.23)	0.0571*** (2.67)	−0.0308 (−1.30)	0.0382* (1.80)
<i>Constant</i>	5.9930*** (27.25)	5.3871*** (27.61)	5.4076*** (19.42)	5.2054*** (20.82)	6.4694*** (24.28)	5.9466*** (25.27)
行业/年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>F</i> 值	385.29***	456.97***	188.37***	228.29***	207.53***	239.93***
<i>Adj. R</i> ²	0.5754	0.5713	0.5470	0.5488	0.5716	0.5615
观测值	14224	17242	7298	8915	6926	8327

六、稳健性检验

为了保证研究结论的可靠性,本文还进行了以下稳健性测试:^①

第一,上文从供应商和客户两个独立的角度分别对关系专用性投资的影响展开检验,为保证结果的稳健性,本文对供应商/客户的关系专用性投资进行联合检验,分别选取前五大供应商的采购比例和前五大客户的销售比例中的最小值和最大值,作为上市公司供应商/客户关系专用性投资的度量,结果并未发生异常变动。

^①限于篇幅,稳健性检验结果未列出,有兴趣的读者可向作者索取。

• 141 •

第二,考虑政府管制对企业交易的影响。王少飞等(2010)的研究表明,高度垄断的上市公司更可能受到政府的管制,其经济行为也可能并非完全按照市场交易规则进行,这可能影响本文的结论。电力、蒸汽、热水的生产和供应业以及石油、天然气开采业等公用事业受到政府的管制,剔除这些政府管制行业的样本后,结果并未发生异常变动。

第三,本文的结论可能存在一定的内生性,即企业可能通过其他的方式而不采用货币薪酬来激励高管,从而更容易与主要供应商/客户形成关系专用性投资。尽管已有研究指出首先有企业的关系网络,而后再考虑公司的内部治理机制,上述内生性的可能性较小(何小杨,2011),但我们还是借鉴 Kong(2011)的做法,采用两阶段回归方法来控制可能存在的内生性影响,结果并未发生异常变动。

第四,尽管我们在回归方程中控制了企业规模因素,但是由于被解释变量“高管薪酬”采用公司全部高管人员(包括董事会、监事会以及高管)的薪酬总和取自然对数,对于规模不同的企业,董事会、监事会以及高管的薪酬存在很大差异。为了进一步消除规模对被解释变量的影响,在实证检验时,我们以 25%、50%和 75%分位数为基准对企业规模进行分类并重新回归,回归结果总体上没有较大的异常情况。

第五,控制关联交易的影响。我们借鉴王少飞等(2010)的方法,若向关联方的采购(销售)占当年同类业务的合计比例小于前五大供应商(客户)的采购(销售)比例,则以从前五大供应商(客户)的采购(销售)比例中剔除关联方的采购(销售)比例之后的净值作为非关联方的采购比例($Nsupply$)或非关联方的销售比例($Ncutomers$);若关联方的采购(销售)比例大于前五大供应商(客户)的采购(销售)比例,则将 $Nsupply$ 和 $Ncutomers$ 取值为 0。重构变量进行检验后,结果总体上未发生异常变动。

第六,Ang 等(2010)发现,某一地区信任水平越高,该地区的外商直接投资(FDI)越多。因此我们利用各省、直辖市、自治区的 FDI 重新构造地区信任水平的替代变量,相关数据来源于各省、直辖市、自治区每年的《国民经济和社会发展公报》。重构变量进行检验后,结果总体上未发生异常变动。

七、研究结论与局限

在西方成熟市场国家,由于社会互信程度较高,基于关系网络公司治理的主要研究思路是研究企业如何通过构建关系网络来获取长期竞争优势,因此企业的公司治理机制应主要围绕着如何协调、处理好利益相关者的满意程度,为营造有利于共同创造价值、维持价值创造力的企业微观生态环境而服务,通过努力使企业处于关系网络中的核心地位,从而建立常青基业。不像西方国家更多体现互惠平等原则的网络关系,在中国不同的关系形成了远近亲疏不同的差序格局(费孝通,1948),如在关系网络内,交易主体之间具有高度的信任;而在网络外,则存在普遍不信任的情况。这种特殊的信任机制和独特的关系网络如何影响公司治理机制?本文研究发现,企业对主要供应商/客户的关系专用性投资显著降低了高管薪酬业绩敏感性,并且这一现象在信任水平较低的地区更为明显。在进一步控制了内生性问题后,研究结论依然成立。本文研究结论表明,在正式制度约束较弱的情境下,外部网络关系常常作为正式制度的替代机制,企业与主要供应商/客户的关系型交易有助于降低交易成本,提升长期绩效;而作为企业内部重要的治理机制之一,高管薪酬激励更是对关系型交易的一种从外向内的自然延伸和替代保护机制。这对我们理解转型经济国家中的地区信任环境差异和关系专用性投资如何影响企业的薪酬激励机制提供了一种新的解释,也丰富了国内外最近涌现的有关“关系”文化经济后果的文献。

本文的启示在于,在市场竞争日益加剧的今天,公司利益相关者组成的关系网络,以及由此产生的内外部因素对公司治理的影响,对于公司的生存和发展更为重要。鉴于企业间关系的未来价值是利益相关者与企业构建关系网络的核心,因此企业的公司治理机制的核心是协调利益相关者的关系。公司必须顺应经济、社会变化的要求,按照利益相关者的利益诉求和行为规则来规范和约束自己的经营行为,以诚信为本,通过关系网络融于社会,在利益相关者网络关系的协同作用下生存和发展。

尽管本文的研究结论存在上述重要意义,但仍存在以下局限性:(1)本文选择公司与前五大供应商和客户的交易比例来度量企业对供应商和客户的关系专用性投资,这可能仅仅体现了“关系”的个别方面,不能完全覆盖“关系”的内涵,并且前五大供应商和客户之间也存在较大的差异,从而可能对本文的研究结论会带来一定的影响。(2)本文只是初步验证了关系专用性投资对高管薪酬业绩敏感性的影响,而对于这种影响的幅度,尤其是考虑到关系专用性投资的事后机会主义行为等负面效应,如何把控关系专用性投资的适度水平,值得深入研究。正如 Allen 和 Babus(2008)所呼吁,应该关注企业间的关系网络可能产生的经济后果,这是一个极具现实意义而又充满挑战的研究课题。在未来较长一段时间我们仍将致力于研究企业的资产专用性问题,期望能有更多企业披露相关数据,使我们在一个更高的层面上破解上述难题。

* 本文还得到安徽工业大学青年教师科研基金“制度环境、关系专用性投资与审计治理”(QS201305)的资助。作者感谢匿名审稿专家富有建设性的修改意见和建议,当然文责自负。

参考文献:

- [1]杜兴强,王丽华.高层管理当局薪酬与上市公司业绩的相关性实证研究[J].会计研究,2007,(1):58—65.
- [2]费孝通.乡土中国[M].上海:三联书店,1948.
- [3]弗兰西斯·福山.信任:社会道德和繁荣的创造[M].呼和浩特:远方出版社出版,1998.
- [4]何小杨.我国家族企业中的“人际关系网”——现状及制度诱因[J].证券市场导报,2011,(11):54—66.
- [5]刘凤委,李琳,薛云奎.信任、交易成本与商业信用模式[J].经济研究,2009,(8):60—72.
- [6]刘凤委,孙铮,李增泉.政府干预、行业竞争与薪酬契约——来自国有上市公司的经验证据[J].管理世界,2007,(9):75—84.
- [7]North D C. 制度、制度变迁与经济绩效[M]. 杭行,译. 上海:格致出版社、上海三联书店、上海人民出版社,2008.
- [8]王少飞,周国良,何小杨等. 关系型投资与审计行为[J].财经研究,2010,(5):16—26.
- [9]夏纪军.中国信任结构及其决定:基于一组实验的分析[J].财经研究,2005,(6):39—51.
- [10]辛清泉,谭伟强.市场化改革、企业业绩与国有企业经理薪酬[J]. 经济研究,2009,(11):68—81.
- [11]张维迎,柯荣柱.信任及其解释:来自中国的跨省调查分析[J]. 经济研究,2002,(10):59—70.
- [12]Webber. 儒教与道教[M]. 王荣芬,译. 北京:商务印书馆,1999.
- [13]Williamson O E. 资本主义经济制度[M]. 段毅才等,译. 北京:商务印书馆,2002.
- [14]Alchian A A. The basis of some recent advances in the theory of management of the firm[J].The Journal of Industrial Economics,1965,14(1): 30—41.
- [15]Allen F, Babus A. Networks in finance[R]. Working Paper, University of Pennsylvania and University of Cambridge,2008.
- [16]Allen F, Qian J, Qian M J. Law, finance, and economic growth in China[J]. Journal of Financial Economics 2005,77(1): 57—116.
- [17]Banerjee S, Dasgupta S, Kim Y. Buyer-Supplier relationships and the stakeholder theory of capital structure[J].The Journal of Finance,2008,63(5): 2507—2552.
- [18]Chen C J, Hus C Y, Relationship-Specific investments and pay-for-performance: The impact of corporate

- governance[R]. Working Paper, Chung Yuan Christian University, 2013.
- [19] Dou Y, Hope O., Thomas W. Relationship-Specificity, contract enforceability, and income smoothing[J]. The Accounting Review, 2013, 88(5): 1629—1656.
- [20] Engel E, Hayes R M, Wang X. CEO turnover and properties of accounting information[J]. Journal of Accounting and Economics, 2003, 36 (1—3): 197—226.
- [21] Graham J R, Harvey C R, Rajgopal S. The economic implications of corporate financial reporting[J]. Journal of Accounting and Economics, 2005, 40 (1—3): 3—73.
- [22] Hwang B, Kim S. It pay to have friends[J]. Journal of Financial Economics, 2009, 93(1): 138—158.
- [23] Joskow P L. Asset specificity and the structure of vertical relationships: Empirical evidence[J]. Journal of Law, Economics and Organization, 1988, 4(1): 95—117.
- [24] Kale J R, Shahrur H. Corporate capital structure and the characteristics of suppliers and customers[J]. Journal of Financial and Economics, 2007, 83: 321—365.
- [25] Knack S, Keefer P. Does social capital have an economic payoff? A cross-country investigation[J]. The Quarterly Journal of Economics, 1997, 112(4): 1251—1288.
- [26] Klein B, Leffler K B. The role of market forces in assuring contractual performance[J]. The Journal of Political Economy, 1981, 89(4): 615—641.
- [27] Kong X. Why are social network transactions important? Evidence based on the concentration of key suppliers and customers in China[J]. China Journal of Accounting Research, 2011, 4(3): 121—133.
- [28] Levin J. Relational incentive contracts[J]. The American Economic Review, 2003, 93(3): 835—857.
- [29] Nunn N. Relationship-Specificity, incomplete contracts, and the pattern of trade[J]. The Quarterly Journal of Economics, 2007, 122(2): 569—600.
- [30] Ogden S, Watson R. Corporate performance and stakeholder management: Balancing shareholder and customer interests in the UK privatized water industry[J]. Academy of Management Journal, 1999, 42(5): 526—538.
- [31] Titman S. The effect of capital structure on a firm's liquidation decision[J]. Journal of Financial Economics, 1984, 13(1): 137—151.

Relationship-specific Investments and Executive Pay-performance Sensitivity

LIN Zhong-gao, ZHENG Jun, TANG Xie-ying

(School of Business, Anhui University of Technology, Ma'anshan 243002, China)

Abstract: This paper studies the effectiveness of executive compensation from the perspective of relationship-specific investments and suggests that the relationship-specific investments can help to explain the lower executive pay-performance sensitivity. It empirically examines two hypotheses: firstly, the relationship-specific investments significantly reduce executive pay-performance sensitivity; secondly, this effect would be more obvious in regions with lower trust levels. After further controlling the endogenous problem, the conclusion is still robust. It enriches achievements of corporate governance and compensation contracts in a transition economy based on relationship contracts, and provides new ideas and evidence for how to design more effective compensation system in listed companies.

Key words: relationship-specific investment; executive compensation; pay-performance sensitivity; regional trust level

(责任编辑 度 生)