

# 非正式制度的有限激励作用：

## 基于地区信任环境对高管薪酬激励影响的实证研究\*

○ 贾凡胜 张一林 李广众

**摘要** 本文以2003-2014年中国A股民营企业为样本，研究“信任”这一重要的非正式制度对高管薪酬激励的影响。研究发现，信任能够显著提升高管薪酬激励效果，即公司所在地区的信任环境越好，其高管薪酬与公司业绩的敏感性越强。特别地，当公司所在地区的法律制度尚不完善时，信任能够有效替代法律这种正式制度，发挥保障高管薪酬激励的重要作用。另外本文也发现，信任对高管薪酬激励的积极影响仅局限于公司小规模经营阶段，随着公司规模不断扩大，信任的作用将不断减小，此时更加正式的公司治理机制和更加完善的法律制度成为提升高管薪酬激励的关键所在。本文不仅从一定程度上证实非正式制度对于解释“中国经济增长之谜”的重要意义，也证实了在中国经济结构发生深刻变化的当下全面实施依法治国的必要性。

**关键词** 信任环境；非正式制度；正式制度；薪酬—业绩敏感性

\* 本文受国家自然科学基金项目(71372148)、教育部人文社会科学研究青年项目(17YJC790058)、国家自然科学基金青年项目(71703131)资助

### 引言

回首过去三十年，中国在经济体制和法律体系尚不健全的情况下，取得了奇迹般的发展绩效，这一现象被称为“中国经济增长之谜”，大量学者尝试从不同角度对该现象进行解释。其中被广泛接受的一类观点认为，中国经济的快速发展得益于非正式制度对正式制度的有效替代。<sup>[1]</sup>然而到目前为止，实证考察非正式制度对正式制度替代作用的文献大多基于宏观层面，较少从公司治理的微观层面展开。本文选择信任这一极为重要的非正式制度为研究对象，考察地区信任环境对该地区公司

高管薪酬激励效果的影响，希望从公司治理的微观层面揭示非正式制度对于促进公司和经济发展的有效性与局限性，并尝试回答以下重要问题：一个地区的信任环境越好，是否该地区公司高管的薪酬与公司业绩联系的紧密度越高？信任与法律等正式制度的关系是替代还是互补？非正式制度（信任）是否存在一定的适用环境和适用条件？随着中国经济发展阶段的变化，能否依靠信任这类非正式制度实现高效的公司治理？

在众多非正式制度中，“信任”被普遍认为是除物质和人力资本之外决定一个国家经济增长和社会进步的主要社会资本。<sup>[2]</sup>正如一些学者指出，长期的商业来往类似于重复博弈，信任能够帮助参与双方构筑彼此的稳定心理预期，进而保证契约的顺利签订和执行。<sup>[3]</sup>作为众多商业契约的一种形式，薪酬契约也必然会受到信任的影响，其可能的影响途径如下：一方面，在薪酬契约签订前，信任可以降低彼此之间的信息不对称，<sup>[4]</sup>委托人能够观测到代理人的更多信息，进而制定与代理人能力更相称的薪酬机制，提升薪酬契约的效率；<sup>[5]</sup>同样，代理人也能够获得委托人更多的信息，进而选择与自己能力更相称的职位和薪酬契约，使薪酬契约更有效率。<sup>[5,6]</sup>另一方面，在契约签订后，信任会通过其潜移默化的感染作用使代理人更加诚信，付出与薪酬相符的努力；进一步，在良好的信任环境中，声誉型信任的“连坐制”会提升对代理人不道德行为的惩罚力度，促使代理人自利行为有所收敛；最后，良好的信任环境会促进信息的生成和分享，降低信息不对称程度，提升企业信息披露质量，<sup>[7]</sup>进而提升对高管的监督效率，抑制高管的自利行为，促使其付出与薪酬相符的努力。

理论上，信任的上述作用会有效提升高管薪酬激励的有效性，表现在高管薪酬与公司业绩的敏感性方

面,即一个地区的信任环境越好,该地区公司的高管薪酬与公司业绩相关性越强。本文以2003-2014年中国A股民营企业为样本,采用“中国企业家调查数据库(CESS)”中有关对全国各地信任度的问卷调查数据度量地区信任环境,考察信任对公司高管薪酬激励效果的影响,并进一步讨论信任与法律等正式制度间的影响关系以及信任所代表的非正式制度的适用环境和适用条件,为非正式制度与公司治理、正式制度的关系,以及中国民营经济在正式制度尚不完善的情况下取得快速发展的原因提供更多经验证据。

本文的贡献主要在三个方面:第一,本文为高管薪酬激励的决定因素提供了新的视角和经验证据。高管薪酬激励是公司治理的核心内容,以往研究多从公司内部特征或正式制度等方面研究高管薪酬激励的决定因素,如政府法规、<sup>[8]</sup>政府干预、<sup>[9]</sup>股票回购、<sup>[10]</sup>市场化进程、<sup>[11]</sup>高管权力、<sup>[12,13]</sup>内部人收入差距、<sup>[14]</sup>风险水平<sup>[15]</sup>和党组织治理<sup>[16]</sup>等。不同于现有文献,本文主要以信任环境为切入点考察非正式制度对高管薪酬激励的影响,发现公司所在地区的信任环境越好,高管薪酬与公司业绩的敏感性越强,表明除了公司特征和正式制度等因素之外,信任这种非正式制度也能够有效提高激励性薪酬契约的激励效果,促进公司治理。

第二,本文拓展并丰富了非正式制度与正式制度间关系的研究。本文从宏观、中观和微观三个层次考察了不同正式制度情形下信任对高管薪酬激励的影响是否存在差异,结果发现信任对薪酬—业绩敏感性的影响仅在公司外部治理环境不完善或公司内部治理水平较低时才显著,表明信任这一重要的非正式制度可以从一定程度上替代法律等正式制度以及机构投资者监督等公司治理机制,发挥提升高管薪酬激励有效性的重要作用。

第三,本文对信任这种非正式制度有效性和发挥作用的前提条件进行系统考察,发现在公司小规模经营阶段,信任能够有效提升公司业绩与高管薪酬间的相关性,这在一定程度上证实了非正式制度对于解释“中国经济增长之谜”的重要意义。但本文也发现,随着公司发展,规模逐渐增大,信任对于高管薪酬激励的积极作用会逐渐降低,表明信任这种非正式制度作用发挥存在前提条件。当公司规模增大后,更加正式的公司治理机制和更加完善的法律制度成为维持高管薪酬激励效果的关键所在,这为依法治国对中国经济可持续发展的重要性提供了经验证据。

## 一、制度背景、理论分析与研究假设

企业高管以最大化股东利益为目标努力经营企业,

这是高管薪酬契约的核心内容。然而,高管尽自身最大努力经营企业的理想情况只存在于信息对称的环境中。在现实中,股东与高管之间存在各种信息不对称问题,制约着高管薪酬契约的激励效果。在这种情况下,为了提高高管薪酬的激励效果,企业需要通过各种正式或非正式的制度安排,来缓解高管与股东的激励冲突,即所谓的公司治理。有关公司治理的正式制度,如高管持股、期权激励、法治环境、外部审计等,现有文献已经进行了大量研究,但是,就非正式制度的作用,鲜有文献进行深入的实证分析。本文研究“信任”这一在中国从古至今社会经济发展中起到重要作用的非正式制度,尝试回答以下这些问题:在过去几十年中国经济尚未完成转型、类似成熟市场经济公司治理的各种正式制度尚不够完善的情况下,中国的企业是否可以利用信任这种非正式制度来缓解因信息不对称和利益冲突带来的高管薪酬激励不足的问题?如果说过去依靠信任能够保障高管薪酬的激励效果,那么未来中国企业能否继续依靠信任保持较好的高管薪酬激励效果?在此之前,本文首先对信任影响高管薪酬激励效率的作用机理进行阐述。

### 1. 制度背景

通过制定与业绩挂钩的薪酬制度,股东可以将其利益与代理人利益联系在一起,促使代理人行为满足股东利益最大化目标,缓解二者之间的代理问题。<sup>[6,17,18]</sup>而高管薪酬与公司业绩的敏感性更是激励薪酬机制的基本和核心问题,薪酬—业绩敏感性越强,薪酬契约对于高管机会主义动机的约束力越强,缓解企业代理问题的作用也越强。<sup>[19]</sup>有鉴于此,薪酬—业绩敏感性被普遍认为是衡量高管薪酬激励效果甚至公司治理有效性的重要标准。<sup>[20,21]</sup>

经典经济学理论认为,个体机会主义行为(逆向选择和道德风险)是威胁契约顺利签订和有效执行的主要因素。薪酬契约亦不例外,在契约签订前,由于委托人与潜在经理人双方信息不对称,经理人市场会出现“劣币驱逐良币”现象,导致双方难以签订能力与薪酬相符的契约,进而导致薪酬契约效率降低;在契约签订后,经理人与委托人的利益目标难以达到完全一致,同时委托人也难以或需要付出较大的成本对经理人进行有效监督,进而经理人有动机且有机会采取自利行为,从而降低薪酬契约效率。

制度经济学家强调,契约的顺利签订与有效执行不仅取决于契约双方的个体因素,还取决于双方所处的外部制度环境,而制度环境所起的作用是决定性的。<sup>[22,23]</sup>从制度经济学角度出发,刘凤委等<sup>[9]</sup>以及辛清泉等<sup>[11]</sup>发

现政府干预及市场化程度等正式制度对高管激励性薪酬契约效率有显著影响。但在关注正式制度重要性的同时也需要注意到,采用相似法律制度的国家在社会、经济发展等方面同样存在巨大差异,这些差异也许是正式制度难以超越的解释力极限,<sup>[24]</sup>因此有必要将研究视角扩展到非正式制度。

信任作为一种重要的非正式制度,是社会系统的“润滑剂”和重要的社会资本,<sup>[25]</sup>也是影响经济增长和组织绩效的重要因素,<sup>[7,23,26-31]</sup>能够有效降低委托人与代理人之间的信息不对称,约束代理人的道德风险行为,并降低契约的监督与执行成本。<sup>[32,33]</sup>Akerlof 强调,<sup>[34]</sup>社会中认可并遵循某类规范的人越多,其个人遵循此类规范的激励也就越高。因此,在信任程度高的地区,人们会更加重视诚信,相互之间的信息隐藏和欺诈行为较少,进而缓解该地区信息不对称程度;同时,声誉型信任的“连坐制”会放大个人不道德行为并加重其受到的惩罚,这会有效减少个人的机会主义行为,进而降低地区信息不对称和潜在的道德风险问题。具体而言,个人所处的组织是信任的重要来源,组织的声誉会直接影响到外界对其内部成员的信任度,而组织内部个体成员的行为也将深深地影响该组织的声誉和形象,进而形成一种类似于“连坐制”的声誉型信任。<sup>[3,35]</sup>在这种情况下,个体的不道德行为会影响其所在组织(地区或团体)的声誉,导致其不道德行为被放大,而组织声誉又会影响到外界对个体成员的认识(尤其是初始印象),导致自身更可能不被信任。<sup>①</sup>

信任的上述作用得到了学者们广泛支持。众多学者指出,地区信任环境能够稳定交易双方的心理预期、减少经济活动中的不确定性,进而降低由于信息不对称而产生的交易成本和信用风险。<sup>[2,23,29,36,37]</sup>刘凤委等<sup>[3]</sup>强调,地区的信任环境对于降低企业经济活动中的交易风险并保证契约履约效率具有重要作用。Wu 等<sup>[38]</sup>发现,信任能够帮助公司获得更多的商业信用。Garrett 等<sup>[7]</sup>发现,信任能够促进信息生成和分享,提高公司信息披露质量。戴治勇<sup>[39]</sup>考察了信任环境与外部法治水平对企业高管和普通职员薪酬安排的影响,发现公司所在地区的法治水平越高或信任环境越好,总经理和普通员工选择绩效工资的可能性越大,表明信任有助于推动基于主观信息的激励制度实施。

## 2. 理论分析与研究假设

非正式制度对推动中国经济的发展发挥着重要作用。<sup>[1]</sup>而在众多非正式制度中,信任被普遍认为是除物质和人力资本之外决定国家经济增长和社会进步的主要

社会资本,<sup>[2]</sup>对商业往来的契约签订和执行发挥着重要作用。<sup>[3]</sup>作为薪酬契约的一种具体形式,高管激励性薪酬契约同样受到地区信任环境的影响,其发挥作用的途径主要包括契约签订前和契约签订后两个方面。

薪酬契约签订前:在信任环境较好的地区,行为主体会更加注重诚信,相互之间进行欺诈或信息隐瞒的可能性相对较低,进而使得该地区的信息不对称程度也相对较低。此外,“连坐制”的声誉惩罚机制会放大交易主体不道德行为并加重其惩罚,这同样会减少交易主体间的信息隐瞒和欺诈行为,进而降低彼此间的信息不对称。<sup>[4]</sup>在信息不对称较低的情况下,股东能够观测到高管的更多信息,进而制定与其能力更相称的薪酬机制,提升薪酬激励的有效性;<sup>[5]</sup>同时,高管也能够获得公司更多的信息,进而选择与自己能力更相称的职位和薪酬契约,使得薪酬激励更有效。<sup>[5,6]</sup>

薪酬契约签订后:在信任环境较好的地区,市场中的股东和高管都会更加注重诚信,一方面股东会按照契约的约定支付高管与公司业绩相称的薪酬;另一方面,高管会预期到其努力经营公司能够获得相应的回报,因此高管会按照契约的约定细则经营公司,并付出与薪酬相符的努力,进而提升激励性薪酬契约的有效性。同时,在良好的信任环境下,声誉型信任的“连坐制”会放大代理人的不道德行为并加重其受到的惩罚,这能够有效减少高管的机会主义行为(例如干预薪酬契约制定、刻意规避监督等),进而提高薪酬激励的有效性。

由上述分析可知,信任不仅能够通过降低契约签订前的信息不对称程度来提升高管薪酬激励效果,还能够通过约束契约签订后的高管道德风险行为来提升高管薪酬激励效果。基于此,本文提出如下假设:

H1:公司所在地的信任度越高,其高管薪酬与公司业绩的敏感性越高

新制度经济学家主张,制度是决定经济主体行为的基本因素。<sup>[40-42]</sup>改革开放以来,由于国家发展战略原因,中国各地区间经济、社会发展存在巨大差异。<sup>[43]</sup>众多学者认为非正式制度与正式制度之间存在相互替代的关系,<sup>[1,36,44,45]</sup>尤其在正式制度尚不完善时,非正式制度对于促进经济活动、市场交易等具有至关重要的作用。<sup>[46]</sup>而在正式制度完善时,首先发挥作用的是正式制度,非正式制度发挥作用的空間有限,进而表现为正式制度越完善,非正式制度的作用越弱。由此可以推断,在正式制度较为落后时,信任对于提升高管薪酬契约的激励效果可能具有较强的影响,而随着正式制度不断完善,其影响可能不断减弱。

正式制度是多方面的，为细致考察信任与各个层面正式制度的关系，本文从宏观、中观和微观三个方面考虑，分别对应于公司所处的外部治理环境、公司引入的外部监督以及公司自身的治理水平，具体如下：

宏观层面主要指公司所处的外部治理环境，在所有外部治理机制中，法律制度对于提高公司治理水平、促进资本市场发展方面的重要作用被普遍认可。<sup>[47,48]</sup> La Porta 等<sup>[49]</sup> 强调，法律制度是缓解外部人和公司内部人利益冲突的有效机制，对股东和债权人的保护能够有效提高资金配置和资金监督的效率，以更低的交易成本将资金配置到更具竞争力的企业，促进资本市场发展。Pistor 等<sup>[50]</sup> 进一步以转型经济国家为样本，研究发现一国的法治水平对其资本市场发展有显著影响。而具体到中国这一转型经济体，地区间法律环境的差异同样会对地区金融与经济的发展产生重要的影响，<sup>[51,52]</sup> 地区法治水平越高，其银行的竞争越激烈，私人部门获得的信贷份额越高，<sup>[51]</sup> 区域资本市场规模和银行信贷规模也越大。<sup>[52]</sup> 除金融和经济发展之外，法律环境对经济活动中的主体行为亦有显著影响。Choi 等<sup>[53,54]</sup> 以中国上市公司为样本的研究表明，地区间的法律环境差异会影响市场参与各方的行为。当法律制度不完善时，经济主体面临的诉讼风险和潜在法律成本较小，因此经济主体以违规行为获取不正当收益的可能性更高。以审计师行为为例，在法律制度不完善时，审计师更倾向于通过放弃审计质量来维护客户，进而给出偏离公正的审计意见。<sup>[53]</sup> 管理层薪酬契约也会受到法律环境影响，正如 Bebcuk 等<sup>[55]</sup> 强调的管理层薪酬很大程度上由自身决定，各种薪酬安排可能是一种租金抽取手段，即利用自己的权力干涉薪酬契约制定、获得额外收入。而这种租金抽取行为往往介于合法与非法之间，<sup>[39]</sup> 当法律制度完善时，这种行为面临的监督较强，潜在的法律成本也相对较高，因此会有所收敛，进而提升薪酬激励的有效性。综上所述，本文认为一个地区的法律制度越完善，该地区公司高管薪酬的激励效果越好。在这种情况下，地区信任环境对公司高管薪酬激励的积极作用会相对较小，表现在薪酬—业绩敏感性方面，即公司所在地的法律环境越好，信任对公司高管薪酬—业绩敏感性的影响越小。

除法律制度外，与上市公司外部治理环境联系最为紧密的当属会计师事务所，因为上市公司会计政策的制定、财务报表的审计等财务活动均须经注册会计师才能进行。学者发现，注册会计师对公司信息披露质量、<sup>[56]</sup> 社会责任、<sup>[57]</sup> 内部控制、<sup>[58]</sup> 会计盈余<sup>[59]</sup> 等行为有显著影响。陈毓圭等<sup>[57]</sup> 强调，注册会计师能够通过倡导诚

信理念、敦促公司遵纪守法以及提供专业咨询或审查等方式对公司发挥教化作用。具体到公司高管薪酬方面，注册会计师可能通过两方面对其产生影响：其一，注册会计师能够向公司提供专业意见，帮助公司制定更加市场化、对高管产生更强激励作用的薪酬契约，进而提升薪酬契约的有效性；其二，注册会计师的审计职能有助于抑制高管的机会主义行为，缓解公司内部的代理问题，促使高管付出与其薪酬相符的努力程度，以此提升薪酬契约的有效性。故而，本文以地区注册会计师数量作为衡量该地区上市公司外部治理环境的指标之一。本文认为，地区注册会计师规模越大，公司面临的外部治理环境越好，该地区高管薪酬的激励效果越好。在这种情况下，公司所在地的信任环境对于提高该公司高管薪酬激励效果的作用可能相对较弱。综上所述，本文认为，在注册会计师较多的地区，信任对公司高管薪酬—业绩敏感性的影响会相对较小。

中观层面主要指公司引入的外部监督。由于机构投资者是公司引入外部监督的最重要手段之一，<sup>[60]</sup> 因此本文选择以机构投资者的持股比例衡量公司面临的第三方监督。机构投资者不仅拥有大量资金，还具有较为专业的知识，有动力也有能力对公司实施监控并约束高管可能存在的自利行为。<sup>[61]</sup> Kochhar 等强调，<sup>[62]</sup> 机构投资者既能直接通过参与董事会治理对公司产生影响，还能够通过敌意收购监督公司行为。McConnell 等<sup>[63]</sup> 以及 Hartzell 等<sup>[64]</sup> 研究表明，机构投资者持股有助于提高公司治理水平。Cornett 等<sup>[65]</sup> 同样认为机构投资者具有管理、规范和影响公司高管的激励和能力，机构投资者对公司的介入能够促使高管集中精力提升公司业绩，而不是进行投机和自利行为。具体到高管薪酬方面，Hartzell 等<sup>[64]</sup> 以及张敏等<sup>[66]</sup> 均发现机构持股比例越高，公司薪酬—业绩敏感性越高。基于上述分析，本文认为，机构投资者能够对公司高管进行有效监督并提升高管薪酬契约的有效性。因此，在机构投资者持股比例较高的公司中，信任所发挥的作用可能相对较小。

微观层面主要指公司内部治理。普遍认为，高管持股能够将高管利益与股东利益联系在一起，促使高管行为符合股东利益最大化的目标。管理层持股激励是一项重要的公司治理机制，相比于薪酬激励，管理层持股激励属于长期激励机制，能够将管理层利益与股东联系在一起，进而缓解与股东间的利益冲突，减少甚至消除高管的短期行为、提升公司治理效果。<sup>[67]</sup> 调查显示，管理层持股对优化公司激励制度有显著的积极作用，管理层持股能够显著增强管理层责任感，并提升公司治理水

平和公司业绩。<sup>[68]</sup>因此,本文以高管持股比例衡量公司内部治理水平,考察公司内部治理机制与信任环境间的作用关系。本文推断,对于高管持股较高的公司,其公司内部治理水平可能相对较高,此时公司所在地的信任环境对于提高该公司高管薪酬激励效果的影响会相对有限。换言之,在高管持股较高的公司中,信任对薪酬—业绩敏感性的影响较小。基于上述分析,本文提出假设:

H2: 相对而言,信任对高管薪酬契约效率的影响在正式制度较落后时更显著

H2a: 信任对薪酬—业绩敏感性的影响在法律环境较差(或注册会计师较少)的地区更显著

H2b: 信任对薪酬—业绩敏感性的影响在机构持股比例较低的公司更显著

H2c: 信任对薪酬—业绩敏感性的影响在高管持股比例较低的公司更显著

## 二、数据与模型

### 1. 数据来源与变量选择

本文主要以2003—2014年中国A股民营企业为样本,研究信任对公司高管薪酬激励的影响。以民营企业为样本的原因在于国有企业高管一般是半官员性质,<sup>[69]</sup>具有行政级别,更多时候需要服从国家行政支配,信任之类的非正式制度可能并没有那么重要;另外,半官员性质还可能使国有企业经理人在任职期间更看重政治前途而不是薪酬。<sup>[70]</sup>本文的财务数据和地区工资水平数据均来自于CSMAR数据库,起始于2003年是因为数据库中某些公司治理数据最早可追溯至2003年。信任数据参考刘凤委等<sup>[3]</sup>研究,来源于中国企业家调查系统(CESS)。由于金融行业的公司财务数据较为特殊,故从样本中剔除;另外还剔除了被特殊标记的公司和财务数据缺失的观测。经过处理,样本中剩余4361条观测值,为减小极端值的影响,对样本进行了1%和99%水平的缩尾处理。

本文所涉及的主要变量如表1所示。参考辛清泉等研究,<sup>[11]</sup>以前三名高管薪酬总额的自然对数衡量高管薪酬,并以资产回报率(Roa)衡量公司业绩。特别地,传统契约理论认为公司不会为显而易见的幸运因素(超越高管控制的业绩)向高管支付薪酬,但是Bertrand等<sup>[71]</sup>的实证研究却发现现实情况并非如此,他们发现高管能够获得多种幸运薪酬,并且在公司治理较差的公司中高管幸运薪酬显著较高。而有效的薪酬契约机制要求薪酬能够如实反映高管的努力程度,<sup>[9]</sup>因此本文借鉴辛清泉等研究,<sup>[11]</sup>用公司自身业绩减去行业当期平均业

绩衡量高管努力业绩,并记为经行业调整的资产回报率(AdjRoa)。

表1 变量说明

变量	变量说明
ExeCom	高管薪酬:前三名高管薪酬总额的自然对数
Trust	地区信任指数:来源于中国企业家调查系统(CESS)
Roa	资产回报率:总利润/总资产
AdjRoa	经行业调整后的资产回报率:公司资产回报率减去所处行业当期平均资产回报率
Size	公司规模:总资产的自然对数
Lev	资产负债比:总债务/总资产
Growth	公司增长率:(本期营业收入-上期营业收入)/上期营业收入
Bsize	董事会规模:董事会总人数的自然对数
Outrat	独立董事比例:独立董事占董事会总人数的比例
Mngshr	管理层持股比例:管理层持股总量除以公司总股本
Concurrent	董事长与总经理是否兼任:兼任取1,否则取0
Institutional	机构持股比例:机构持股总量除以公司总股本
Top3	前三大股东持股比例:前三大股东持股比例之和除以公司总股本
Wage	地区工资水平:省级层面的人均年收入(万元)
CPA	地区注册会计师规模:数据来自于樊纲等市场化指数分指标, <sup>[43]</sup> 地区注册会计师指数

参照刘凤委等<sup>[3]</sup>研究用2001年“中国企业家调查系统(CESS)对各地区信任环境调查所得数据——地区信任指数(Trust)衡量地区信任环境。<sup>②</sup>该调查面向中国31个省、直辖市或自治区的15000名企业经理人,最终得到4600份有效问卷。涉及信任的具体问题为“根据您的经验,您认为哪五个地区(省份)的企业比较守信用(按顺序排列)”；而信任指数的计算方法如下:首先,将排序转换为得分,第一位至第五位分别的5、4、3、2和1分;其次,以该省或地区在各排序中所获选票占总样本的比例为权重,计算其加权平均得分,并记其百分数为地区信任指数。以上海为例,22.7%的经理人认为上海最值得信任,即把上海排在第一位的经理人占比为22.7%,把上海排在第二位的占比16.5%,把上海排在第三位至第五位的经理人分别为8.7%、4.8%和3.7%,因此上海的信任指数为:5×22.7%+4×16.5%+3×8.7%+2×4.8%+1×3.7%=218.9%,数据中记为218.9。张维迎强调,<sup>[72]</sup>地区信任水平在一定时期内一般变化较小,故而本文参考以往文献的研究,以2001年数据替代其他年份。<sup>[2,9,39,73-76]</sup>

此外,本文还参考现有文献控制了公司规模(Size)、资产负债比(Lev)、公司增长率(Growth)、董事会规模(Bsize)、独立董事比例(Outrat)、高管持股比例(Mngshr)、董事长与总经理是否兼任(Concurrent)、机构持股比例(Institutional)、前三大股东持股比例(Top3)、地区工资水平(Wage)、地区会计师规模(CPA)以及行业和年份。

### 2. 模型设计

众多文献指出, 高管薪酬与公司业绩的敏感性是衡量公司激励契约有效性的一个重要标准,<sup>[10,77]</sup>理论上薪酬—业绩敏感性越高, 薪酬激励效果越好。因此, 建立模型(1)验证本文假设。

$$ExeCom_{it} = \alpha_1 + \alpha_2 Trust_{it} + \alpha_3 Perf_{it} + \alpha_4 Trust_{it} \times Perf_{it} + \alpha_5 Control_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中, 被解释变量是公司高管薪酬水平(ExeCom); 主要解释变量是公司业绩(Perf)以及交互项(Trust×Perf); 公司业绩变量(Perf)分别用资产回报率(Roa)和经行业调整的资产回报率(AdjRoa)衡量, 其系数 $\alpha_3$ 代表薪酬—业绩敏感性, 预计为正; 并且 $\alpha_3$ 越大, 说明薪酬—业绩敏感性越高, 即薪酬激励效果越好;  $\alpha_4$ 是信任环境对薪酬—业绩敏感性的影响, 据本文假设, 预计为正, 说明信任能够提升薪酬激励效果。Control代表所有其他控制变量, 详情见表1。为验证结论的稳健性, 本文亦参照Bertrand等<sup>[71]</sup>方法估计出运气导致的公司业绩, 然后以运气因素不能解释的部分作为高管努力所致业绩(NetRoa)进行稳健性检验; 此外, 还以净资产回报率(Roe)衡量公司业绩进行了稳健性检验。特别地, 本文以全样本对模型(1)进行回归验证假设1, 并在此基础上验证假设2。首先, 在年份上以相应正式制度数据的中位数把样本分为大于中位数和小于等于中位数两组, 并分别记为正式制度相对较好和相对较差; 其次, 以两组样本分别对模型(1)进行回归, 以此检验其他制度因素对信任与高管薪酬激励之间关系的影响。

### 3. 描述性统计

表2 简单描述性统计

变量	平均值	中位数	最小值	最大值	标准差	观测量
ExeCom	13.8478	13.8680	11.2675	15.6327	0.7698	4416
Trust	79.6818	77.7000	4.1000	218.9000	59.0518	4416
Roa	0.0469	0.0464	-0.3264	0.2208	0.0638	4416
AdjRoa	0.0023	0.0014	-0.4148	0.2010	0.0614	4416
Size	21.4320	21.3619	18.7602	24.1246	0.9854	4416
Lev	0.4199	0.4140	0.0343	1.4732	0.2360	4416
Growth	0.2295	0.1554	-0.7240	3.5090	0.4969	4416
Bsize	2.1392	2.1972	1.6094	2.6391	0.1883	4416
Outrat	0.3679	0.3333	0.0000	0.5556	0.0517	4416
Mngshr	0.1535	0.0045	0.0000	0.7226	0.2172	4416
Concurrent	0.3012	0.0000	0.0000	1.0000	0.4588	4416
Institutional	6.3183	4.4205	0.1210	33.0500	6.3861	4416
Top3	0.4863	0.4838	0.1527	0.8730	0.1535	4416
Wage	10.5807	10.6125	9.2493	11.4404	0.3804	4416
CPA	6.4909	6.3000	-11.2800	15.5100	2.3643	4416

表2是本文主要变量的简单描述性统计。表2显示, 高管平均薪酬水平(ExeCom)为13.8478, 最大值和最小值分别为15.6327和11.2675; 地区信任度(Trust)

的均值为79.6818, 最小值为4.1, 最大值为218.9, 标准差为59.0518, 说明各地区间的信任程度有较大差异。资产回报率平均值为4.69%, 最大值为22.08%, 最小值为-32.64%。经行业调整后的资产回报率均值为0.23%, 最小值为-41.48%, 最大值为20.1%。此外, 表2还显示其余控制变量均无异常。

## 三、实证结果与分析

### 1. 信任与薪酬—业绩敏感性

本文参照刘凤委等的研究,<sup>[9]</sup>用混合最小二乘法(POLS)对前文模型进行回归, 结果如表3所示。其中, 模型(1)是以资产回报率衡量公司业绩进行回归所得结果, 结果显示, 交互项(Trust×Perf)的系数为0.0061, 在1%水平显著, 说明信任能够显著提高薪酬—业绩敏感性, 意味着在公司所在地的信任程度越高, 公司薪酬激励效果越好。此外, 公司业绩(Perf)的系数为1.5439, 在1%水平显著, 说明薪酬与业绩显著正相关, 公司普遍实施与业绩挂钩的薪酬激励制度。模型(2)是用经过行业调整的资产回报率(AdjRoa)进行回归所得结果, 交互项(Trust×Perf)系数为0.0066, 在1%水平显著, 业绩变量的系数为1.5009, 在1%水平显著, 进一步说明了信任能够提升薪酬契约的激励效果。

表3 信任与薪酬—业绩敏感性

变量	模型(1) Perf=Roa		模型(2) Perf=AdjRoa	
	系数	t值	系数	t值
Trust	-0.0006*	-1.6547	-0.0003	-0.9737
Perf	1.5439***	5.2714	1.5009***	5.1537
Trust×Perf	0.0061**	2.3739	0.0066**	2.5565
Size	0.2883***	23.9709	0.2884***	24.1767
Lev	0.0204	0.3470	0.0163	0.2843
Growth	-0.0892***	-3.7049	-0.0869***	-3.6045
Bsize	0.4330***	7.8596	0.4318***	7.8543
Outrat	0.7361***	3.6302	0.7195***	3.5510
Mngshr	-0.0172	-0.3937	-0.0151	-0.3451
Concurrent	0.1209***	6.0548	0.1222***	6.1232
Institutional	0.0103***	6.5828	0.0106***	6.7844
Top3	0.1428**	2.2380	0.1465**	2.2993
Wage	0.6552***	7.4362	0.6645***	7.5378
CPA	0.0216***	4.2970	0.0206***	4.1118
行业和年份	控制	-	控制	-
截距项	-0.9617	-1.0713	-1.0680	-1.1895
观测量	4,416		4,416	
Adj R <sup>2</sup>	0.4350		0.4350	

注: 括弧内为经异方差调整的t值; \*\*、\*、\*代表在1%、5%和10%水平显著; 下同

控制变量方面, 公司规模(Size)、董事会规模(Bsize)、独立董事比例(Outrat)、总经理与董事长是否兼任(Concurrent)、机构持股比例(Institutional)、前三大股东持股比例(Top3)、地区工资水平以及注册会计师规模(CPA)均为正, 并在1%或5%水平显著,

表4 外部治理环境、信任与薪酬—业绩敏感性

变量	以地区法律水平分组				以地区注册会计师规模分组			
	Perf=Roa		Perf=AdjRoa		Perf=Roa		Perf=AdjRoa	
	高	低	高	低	高	低	高	低
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Trust	-0.0012*	-0.0013***	-0.0014**	-0.0010**	-0.0013**	-0.0011***	-0.0013**	-0.0003
	(-1.7288)	(-4.6491)	(-2.1472)	(-2.1160)	(-2.2124)	(-3.1512)	(-2.3494)	(-0.5804)
Perf	2.6283***	0.9835***	2.2280***	0.9757***	2.1594***	1.0102***	2.2171***	0.8619**
	(3.9652)	(2.8219)	(3.5489)	(2.7736)	(4.6884)	(2.5991)	(4.8837)	(2.2287)
Trust×Perf	-0.0019	0.0085***	0.0025	0.0079***	0.0003	0.0121***	-0.0003	0.0137***
	(-0.2740)	(2.8449)	(0.3792)	(2.6373)	(0.0922)	(3.2194)	(-0.0864)	(3.5410)
Size	0.2559***	0.3203***	0.2556***	0.3224***	0.3002***	0.2937***	0.3007***	0.2923***
	(14.9416)	(20.3478)	(14.9511)	(19.8515)	(17.1518)	(18.3264)	(17.2089)	(18.1305)
Lev	0.1520*	-0.1703**	0.1480*	-0.1797**	-0.0109	0.0108	-0.0181	0.0074
	(1.9056)	(-2.1962)	(1.8613)	(-2.3264)	(-0.1334)	(0.1313)	(-0.2244)	(0.0918)
Growth	-0.0842**	-0.0921***	-0.0820**	-0.0939***	-0.1015***	-0.0738**	-0.1006***	-0.0703**
	(-2.0712)	(-3.1172)	(-2.0152)	(-3.1727)	(-2.7740)	(-2.3121)	(-2.7345)	(-2.2019)
Bsize	0.4983***	0.2775***	0.5028***	0.2882***	0.4501***	0.3501***	0.4496***	0.3538***
	(6.3073)	(3.5648)	(6.3968)	(3.6978)	(5.7500)	(4.5248)	(5.7798)	(4.5883)
Outrat	1.0480***	0.3906	1.0306***	0.3987	0.3246	0.8291***	0.3090	0.8370***
	(3.8707)	(1.3774)	(3.8204)	(1.3890)	(1.0367)	(3.1333)	(0.9884)	(3.1870)
Mngshr	-0.0666	-0.0424	-0.0677	-0.0431	-0.0095	0.0115	-0.0049	0.0008
	(-1.1584)	(-0.6176)	(-1.1802)	(-0.6213)	(-0.1551)	(0.1830)	(-0.0800)	(0.0127)
Concurrent	0.0868***	0.1438***	0.0876***	0.1456***	0.1255***	0.1241***	0.1268***	0.1206***
	(3.3351)	(4.5212)	(3.3654)	(4.5800)	(4.4377)	(4.3536)	(4.4857)	(4.2133)
Institutional	0.0163***	0.0060***	0.0164***	0.0065***	0.0120***	0.0081***	0.0123***	0.0085***
	(7.4364)	(2.8514)	(7.5302)	(3.0462)	(5.0700)	(3.9331)	(5.2380)	(4.1446)
Top3	0.2227**	0.0128	0.2250***	0.0213	0.0691	0.2331***	0.0741	0.2376***
	(2.5489)	(0.1317)	(2.5782)	(0.2194)	(0.7642)	(2.6257)	(0.8231)	(2.6493)
Wage	1.1924***	0.7321***	1.2165***	0.7728***	0.7653***	0.8092***	0.7808***	0.7149***
	(5.5316)	(15.9703)	(5.6945)	(6.0650)	(4.9568)	(16.8943)	(5.0172)	(5.0989)
CPA	-0.0032	0.0175***	-0.0039	0.0155**	0.0159	0.0295***	0.0143	0.0274***
	(-0.2258)	(2.9684)	(-0.2851)	(2.5478)	(1.1657)	(3.7061)	(1.0589)	(3.2078)
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
截距项	-5.2488**	-1.7787***	-5.4504***	-2.3327*	-1.8782	-2.5508***	-2.0111	-1.8253
	(-2.5361)	(-3.4813)	(-2.6553)	(-1.7636)	(-1.2097)	(-4.9946)	(-1.2842)	(-1.3220)
观测量	2,263	2,153	2,263	2,153	2,116	2,300	2,116	2,300
Adj R <sup>2</sup>	0.408	0.477	0.408	0.478	0.406	0.472	0.407	0.473

公司增长率 (Growth) 显著为负, 这些结果与现有文献的结果相似。其余变量均不显著。

上述结果验证了本文假设, 说明信任能够提升薪酬激励的有效性, 即使在考虑行业因素之后依然成立, 意味着信任能够有效提升高管薪酬激励效果。

### 2. 正式制度、信任与薪酬—业绩敏感性

假设 2 提出, 在正式制度不同的情况下, 信任对薪酬契约效率的影响可能存在差异。为对此进行回应, 本文分别对假设 2a、假设 2b 和假设 2c 进行了检验。

首先, 针对假设 2a 的宏观层面, 分别用消费者合法权益保护指数衡量地区法律环境以及用地区注册会计师指数 (CPA) 衡量公司所处地区注册会计师规模 (数据来自于樊纲等<sup>[78]</sup>编制的市场化指数), 考察信任这种非正式制度与法律、注册会计师等正式制度之间的关系。其中, 消费者权益保护指数由消费市场秩序和对消费者保护的程序两个维度合成, 两个维度分别用消费者投诉案件数与 GDP 之比和消费者投诉解决率 (投诉案件解

决数 / 投诉案件数) 衡量; 地区会计师规模以注册会计师数量占当地人口比例衡量。理论上, 地区法律环境越好, 公司面临的法律监督越强; 地区注册会计师规模越大, 说明地区专业人士越多, 公司受到的监督也越强, 即外部治理环境的影响相对更大, 此时信任对高管薪酬契约激励效果的影响会相对较小。因此, 本文以公司所在地法律环境和注册会计师规模的年度中值分别把样本分为两组 (其中大于中值的公司记为高, 其他记为低) 进行回归, 结果分别见表 4 第 1-4 列和第 5-8 列。

表 4 中, 第 1-4 列是以地区法律环境分组进行回归所得结果。结果显示, 以公司资产回报率 (Roa) 衡量业绩时, 交互项 (Trust×Perf) 的系数在法律环境较好地区为 -0.0019, 并不显著; 而在法律环境较差地区为 0.0085, 在 1% 水平显著。二者有较大差异, 说明信任对高管薪酬激励效果的提升仅在法律环境落后的地区显著。以经过行业因素调整后的资产回报率 (AdjRoa) 衡量业绩进行回归得到了相似的结果。第 5-8 列是以地

区注册会计师规模分组进行回归所得结果。可以看到,在注册会计师规模不同的样本中,交互项系数有较大差异,当公司所处地区的注册会计师规模较大时,交互项系数相对较小,并且不显著,说明此时信任对薪酬—业绩敏感性并无影响;当公司所处地区的注册会计师规模较小时,交互项系数分别 0.0121 和 0.0137,并均在 1% 水平显著,说明信任对高管薪酬激励的影响仅在地区注册会计师规模较小时显著,而在注册会计师规模较大时不显著。

上述结果显示,信任在面临的外部治理环境较好时对薪酬—业绩敏感性并无显著影响,而在外部治理环境较差时才发挥作用,说明信任对高管薪酬激励的积极影响仅在外部治理机制不完善时才能够发挥作用,意味着信任这种非正式制度能够代替正式制度在其不完善时发挥作用,验证了假设 2a。为保证结果的稳健性,本文还选择了其他指标作为地区治理环境的代理变量(如地区律师规模)进行分组回归,所得结果与前文相似,为节省篇幅并未报告。

其次,对于假设 2b 的中观层面,本文用机构持股比例衡量公司引入的外部监督进行考察。如前文所述,机构投资者是公司引入外部监督的重要手段,<sup>[60]</sup>很多文献强调,机构投资者有激励且有参与公司治理并监督高管行为,<sup>[61,62,65]</sup>并有助于提升公司治理水平,<sup>[63,64]</sup>因此本文选择机构持股比例衡量公司引入的外部监督。确定衡量指标后,本文首先在年份上统计出所有公司机构持股比例的中值,然后以此为标准把样本分为两组(高于中值记为高,其他记为低)分别进行回归,结果见表 5。

表 5 中,第 1 列和第 3 列为机构持股比例较高组的样本回归所得结果,可以看到,交互项的系数分别为 0.0008 和 0.002,并且不显著;第 2 列和第 4 列为机构持股比例较低组的样本回归所得结果,交互项系数分别为 0.0097 和 0.0089,均在 5% 水平显著。对比两组样本回归结果还可以看到,对机构持股比例较高组的样本进行回归所得结果中,交互项系数明显大于对较低组的样本回归所得结果。上述结果表明,信任对薪酬—业绩敏感性的影响仅在机构持股比例较低时显著,验证了假设 2b,意味着信任是正式制度的替代机制,能够在正式制度不健全时发挥作用。

最后,对于假设 2c 的微观层面,本文以高管持股比例<sup>③</sup>衡量公司治理水平,并在年份上统计所有公司高管持股比例的中值把样本分为两组进行回归,结果见表 6。表 6 显示,高管持股比例较高组的交互项系数分别为 0.0012 和 0.0038,均不显著;而高管持股比例较低

组的交互项系数分别为 0.0085 和 0.0078,明显较大,并分别在 1% 和 5% 水平显著,说明在高管持股比例较低时信任对薪酬—业绩敏感性更明显,意味着信任能够代替正式制度,在公司治理较差时发挥作用。此外,本文还以董事会监督和大股东监督衡量公司治理进行了检验,所得结果相似,为节省篇幅并未报告。

表5 机构投资者、信任与薪酬—业绩敏感性

变量	Perf=Roa		Perf=AdjRoa	
	高 (1)	低 (2)	高 (3)	低 (4)
Trust	-0.0001 (-0.1340)	-0.0006 (-1.3026)	-0.0001 (-0.1168)	-0.0002 (-0.4848)
Perf	2.5594*** (5.5393)	0.8781** (2.2156)	2.5320*** (5.6476)	0.8662** (2.1756)
Trust×Perf	0.0008 (0.2191)	0.0097** (2.3525)	0.0020 (0.5536)	0.0089** (2.1761)
Size	0.2961*** (15.9243)	0.2830*** (16.8158)	0.2953*** (16.1906)	0.2834*** (16.8918)
Lev	0.2394** (2.4847)	-0.1127 (-1.5030)	0.2460*** (2.6571)	-0.1236* (-1.6644)
Growth	-0.1702*** (-4.9820)	-0.0295 (-0.9214)	-0.1679*** (-4.9420)	-0.0271 (-0.8438)
Bsize	0.3014*** (3.7803)	0.4971*** (6.2696)	0.3008*** (3.7940)	0.4948*** (6.2246)
Outrat	0.1744 (0.6294)	1.0026*** (3.2897)	0.1518 (0.5498)	0.9785*** (3.2029)
Mngshr	-0.0453 (-0.7301)	-0.0196 (-0.3121)	-0.0458 (-0.7406)	-0.0150 (-0.2376)
Concurrent	0.1566*** (5.7494)	0.0693** (2.3514)	0.1595*** (5.8577)	0.0699** (2.3715)
Institutional	0.0074*** (3.2460)	0.0177 (1.5935)	0.0076*** (3.3559)	0.0186* (1.6799)
Top3	0.0618 (0.6260)	0.1502* (1.7425)	0.0595 (0.6004)	0.1567* (1.8204)
Wage	0.6541*** (5.3705)	0.5828*** (4.4244)	0.6604*** (5.4171)	0.5848*** (4.4311)
CPA	0.0332*** (5.0765)	0.0171** (2.2378)	0.0326*** (5.0149)	0.0161** (2.1192)
行业	控制	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制	控制
截距项	-0.9072 (-0.7216)	-0.4075 (-0.3099)	-0.9040 (-0.7152)	-0.4459 (-0.3387)
观测量	2,292	2,124	2,292	2,124
Adj R <sup>2</sup>	0.443	0.420	0.445	0.419

整体而言,表 4-6 的结果支持了假设 2,从宏观、中观和微观三个方面表明,在正式制度不健全的情况下,信任这种非正式制度可以代替正式制度发挥作用,提高薪酬激励效果。以此,本文为“在正式制度约束较弱的情况下,非正式制度对促进经济活动进行的作用可能更重要,非正式制度可以代替正式制度发挥作用”<sup>[1]</sup>这一论断提供了更多证据。

### 3. 稳健性检验

刘凤委等指出,<sup>[9]</sup>有效业绩薪酬契约的前提是业绩



能够被股东低成本地观测到，且业绩指标能够如实地反映经理人努力程度。这表明业绩指标选取对考察薪酬契约有效性很重要，因此，为避免业绩指标选取所带来的误差，本文进行了稳健性检验，结果如表 7 所示。

表6 高管持股、信任与薪酬—业绩敏感性

变量	Perf=Roa		Perf=AdjRoa	
	高	低	高	低
	(1)	(2)	(3)	(4)
Trust	0.0008 (1.6230)	-0.0014*** (-2.7871)	0.0008* (1.8216)	-0.0010** (-2.0591)
Perf	1.6317*** (3.2896)	1.2443*** (3.5171)	1.3763*** (2.8613)	1.2889*** (3.6452)
Trust×Perf	0.0012 (0.2925)	0.0085*** (2.7228)	0.0038 (0.9175)	0.0078** (2.4706)
Size	0.2776*** (13.3194)	0.3042*** (20.6822)	0.2795*** (13.4921)	0.3035*** (20.7071)
Lev	-0.1099 (-1.2245)	0.0723 (0.9834)	-0.1226 (-1.3834)	0.0730 (1.0105)
Growth	-0.0303 (-0.6031)	-0.0987*** (-3.5771)	-0.0284 (-0.5639)	-0.0967*** (-3.5017)
Bsize	0.2479*** (2.7969)	0.4772*** (6.5803)	0.2510*** (2.8452)	0.4744*** (6.5298)
Outrat	0.7698*** (2.6496)	0.5049* (1.8139)	0.7604*** (2.6148)	0.4863* (1.7437)
Mngshr	-0.0565 (-0.7177)	0.8615 (1.3576)	-0.0585 (-0.7423)	0.9099 (1.4375)
Concurrent	0.1229*** (4.6954)	0.1363*** (4.3873)	0.1252*** (4.7844)	0.1357*** (4.3640)
Institutional	0.0068** (2.5617)	0.0121*** (6.2917)	0.0070*** (2.6789)	0.0124*** (6.4331)
Top3	0.0398 (0.3647)	0.1938** (2.2952)	0.0530 (0.4893)	0.1963** (2.3227)
Wage	0.3469*** (2.9778)	0.8413*** (6.0323)	0.3621*** (3.1026)	0.8351*** (5.9603)
CPA	0.0366*** (4.9338)	0.0153** (2.2244)	0.0359*** (4.8367)	0.0139** (2.0311)
行业	控制	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制	控制
截距项	2.7036** (2.1617)	-3.3516** (-2.4643)	2.5277** (2.0181)	-3.2772** (-2.3984)
观测量	2,037	2,379	2,037	2,379
Adj R <sup>2</sup>	0.381	0.493	0.381	0.492

首先，借鉴 Bertrand 等<sup>[71]</sup>的研究方法建模估计行业所致公司业绩，并估计出模型中不能解释的部分用以衡量高管努力业绩 (NetRoa)。具体方法如下：

以除公司自身之外的行业加权平均业绩 (IndRoa) 衡量幸运因素 (其中权重为公司规模占行业规模的比例)，建立模型 (2) 估计幸运因素引起的公司业绩和幸运因素之外的公司业绩。

$$Perf_{it} = \beta IndPerf_{it} + \beta_j Control_{it} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

运用模型 (2) 估计出幸运因素不能解释的业绩部分，即残差项  $\epsilon_{it}$ ，代表高管自身努力所致的公司业绩，记为 NetRoa 并带入模型 (1) 进行回归，结果见表 7 第 1 列。

其次，以净资产回报率 (Roe, 净利润除以股东权益) 以及减去行业均值的净资产回报率 (AdjRoe) 衡量业绩进行稳健性检验，结果见表 7 第 2 和第 3 列。

从表 7 可以看出，交互项系数均为正，并且在 10%

或 1% 水平显著，其结果与前文相似，说明本文的结论是稳健的。

表7 稳健性检验：更换被解释变量

VARIABLES	Perf=NetRoa	Perf=Roe	Perf=AdjRoe
	(1)	(2)	(3)
Trust	-0.0003 (-0.9182)	-0.0006 (-1.6428)	-0.0004 (-1.1173)
Perf	1.5537*** (4.6416)	0.4520*** (4.3219)	0.3842*** (3.6369)
Trust×Perf	0.0060* (1.8944)	0.0027** (2.1593)	0.0034*** (2.6765)
其他控制变量	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制
截距项	-2.0714** (-2.3310)	-1.6990* (-1.8853)	-1.7510* (-1.9389)
观测量	4,416	4,416	4,416
Adj R <sup>2</sup>	0.435	0.427	0.427

表8 更换信任的度量方式 (稳健性检验) 和内生性问题

变量	Trust=CEI		Trust=Trust_Residual	
	Perf=Roa	Perf=AdjRoa	Perf=Roa	Perf=AdjRoa
	(1)	(2)	(3)	(4)
Trust	-0.0639** (-2.3441)	-0.0263 (-1.1870)	-0.0037*** (-6.9193)	-0.0032*** (-7.0068)
Perf	1.6475*** (6.0194)	1.5878*** (5.7476)	1.9735*** (9.2302)	1.9915*** (9.4429)
Trust×Perf	0.8458** (2.4860)	0.9887*** (2.9074)	0.0141** (2.0162)	0.0140* (1.9346)
其他控制变量	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制	控制
截距项	-0.6726 (-1.1671)	-0.7002 (-1.2138)	-1.3366** (-2.4399)	-1.4079** (-2.5677)
观测量	4,416	4,416	4,416	4,416
Adj R <sup>2</sup>	0.435	0.436	0.441	0.442

上文主要以 2001 年中国企业家调查系统 (CESS) 对各地区信任环境调查所得数据——地区信任指数 (Trust) 衡量地区信任环境，为验证结论的稳健性，本文借鉴曹春方等<sup>[74]</sup>研究选取中国城市商业信用环境指数 (2010) 衡量信任环境进行了稳健性检验，<sup>④</sup>结果如表 8 第 1 列和第 2 列所示。结果显示，交互项的系数分别为 0.8458 和 0.9887，并在 5% 水平显著，意味着信任能够提升公司高管薪酬—业绩敏感性，表明本文结论稳健。

#### 4. 内生性问题

本文主要围绕信任对高管薪酬契约的影响展开研究，而地区信任环境能够在相当一段时间内维持不变，<sup>[2]</sup>因此本文的研究较少受到反向因果问题的影响。然而需要注意的是，信任仅是某地区众多社会、经济影响因素的一个方面，难免受到其他因素的影响，因此本文可能存在遗漏变量问题。鉴于此，参考刘凤委、<sup>[3]</sup>曹春方等<sup>[74]</sup>和刘宝华等<sup>[75]</sup>的方法对此进行处理。首先，本文选取可能同时影响信任和高管薪酬契约的地区特征因素对信任进行回归并保存回归得到的残差，用以衡量排除其他因素影响的地区信任；其次，用第一步回归得到的残差

衡量地区信任环境重复前文研究, 结果见表 8 第 3 列和第 4 列。根据以往文献, 第一步回归中所涉及的对信任和高管薪酬契约均有影响的其他因素主要包括地区教育水平、经济发展水平、地区进出口总额、社会服务机构覆盖率、电视节目综合人口覆盖率和离婚率等。表 8 第 3 列和第 4 列的结果显示, 交互项系数显著为正, 意味着地区信任环境对高管薪酬契约激励效果的影响并不是其他因素引起的, 表明本文结论稳健。

#### 四、非正式制度的适用条件

上文证实, 作为一种重要的非正式制度, 信任能够提升激励性高管薪酬契约的有效性, 并在正式制度缺失时发挥替代作用, 支持了Allen 等所强调的,<sup>[1]</sup> 在正式制度的约束作用较弱时, 非正式制度能够促进经济活动的进行, 从一定程度上解释了“中国经济增长之谜”。但这是否意味着可以放弃建设正式制度而依靠非正式制度维持经济发展呢? 前文研究并不能很好地回答这个问题。原因在于, 前文主要围绕地区或公司间横向的制度差异考察信任在正式制度相对更好和更差时所发挥的作

用, 而某一地区或公司的信任等非正式制度和正式制度可能在形成之初便相互影响, 进而呈现出非正式制度与正式制度的替代关系。例如, 在非正式制度较为发达的地区, 其经济活动或人际交往更依赖于非正式制度, 因此可能并不注重正式制度建设, 其结果可能也会表现为非正式制度在正式制度发展不健全时能够发挥替代作用。

为回答上述问题, 本文试图以总资产和营业收入占总资产比例对样本进行分组区分公司发展阶段, 考察信任在不同发展阶段的作用, 研究信任是否可以长期保证高效的公司治理, 间接地回答非正式制度是否可以代替正式制度维持经济发展。具体分组方法为, 首先在公司层面求出同一公司各年份总资产或营业收入占总资产比例的中值; 其次生成分组变量, 当大于中值时取 1, 否则取 0; 最后将等于 0 的组记为小规模经营阶段, 等于 1 的组记为大规模经营阶段, 进行分组回归,<sup>[5]</sup> 结果见表 9。

表 9 中, 第 1-4 列为以公司规模划分公司发展阶段分组进行回归所得结果。第 1 和第 2 列分别以资产回报率衡量公司业绩, 结果显示, 当企业处在小规模经营阶段时, 交互项系数为 0.0092, 在 1% 水平显著, 说明此

表9 公司发展阶段、信任与薪酬一业绩敏感性

变量	公司规模				营业收入占总资产的比例			
	Perf=Roa		Perf=AdjRoa		Perf=Roa		Perf=AdjRoa	
	小	大	小	大	小	大	小	大
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Trust	-0.0009*	0.0001	-0.0005	0.0001	-0.0004	-0.0007	-0.0001	-0.0007
	(-1.7664)	(0.1302)	(-1.0905)	(0.2275)	(-0.8364)	(-1.3994)	(-0.1437)	(-1.4383)
Perf	0.6979**	2.8233***	0.7239**	2.7325***	0.7950**	2.5429***	0.8041**	2.3958***
	(1.9920)	(6.1631)	(2.0632)	(5.8704)	(2.0876)	(5.6727)	(2.1099)	(5.4121)
Trust×Perf	0.0092***	0.0008	0.0102***	-0.0002	0.0081**	0.0015	0.0072**	0.0039
	(2.7534)	(0.2100)	(3.0970)	(-0.0560)	(2.4007)	(0.3834)	(2.0784)	(0.9920)
Size	0.3135***	0.2748***	0.3121***	0.2779***	0.2991***	0.2815***	0.2994***	0.2825***
	(18.1198)	(15.0628)	(18.1247)	(15.2648)	(17.5794)	(16.1129)	(17.7533)	(16.2448)
Lev	-0.0417	0.1101	-0.0315	0.0770	-0.1101	0.1896**	-0.1197	0.1890**
	(-0.5399)	(1.1301)	(-0.4154)	(0.8018)	(-1.3861)	(2.1978)	(-1.5467)	(2.2193)
Growth	-0.0593	-0.1163***	-0.0606	-0.1135***	-0.0601	-0.1203***	-0.0564	-0.1198***
	(-1.5952)	(-3.7297)	(-1.6258)	(-3.6244)	(-1.4730)	(-3.9052)	(-1.3835)	(-3.8730)
Bsize	0.4191***	0.4534***	0.4140***	0.4531***	0.4031***	0.4532***	0.3988***	0.4533***
	(5.1563)	(6.0815)	(5.1243)	(6.0812)	(5.4650)	(5.1945)	(5.4173)	(5.2305)
Outrat	0.7196**	0.7167***	0.6869**	0.7022***	0.7568***	0.6247**	0.7434***	0.5993**
	(2.3516)	(2.7548)	(2.2505)	(2.6945)	(2.6786)	(2.0311)	(2.6298)	(1.9644)
Ms	-0.0407	0.0017	-0.0396	0.0009	0.0018	-0.0451	0.0033	-0.0389
	(-0.6909)	(0.0240)	(-0.6742)	(0.0124)	(0.0298)	(-0.6786)	(0.0565)	(-0.5864)
Concurrent	0.1215***	0.1210***	0.1239***	0.1199***	0.0991***	0.1449***	0.0995***	0.1470***
	(4.2082)	(4.4062)	(4.3026)	(4.3498)	(3.6681)	(4.8547)	(3.6797)	(4.9429)
Institutional	0.0114***	0.0090***	0.0115***	0.0095***	0.0108***	0.0101***	0.0111***	0.0102***
	(5.0670)	(4.1557)	(5.1373)	(4.3787)	(5.1436)	(4.2650)	(5.2915)	(4.3395)
Top3	0.0968	0.1035	0.0981	0.1119	0.1488*	0.1405	0.1515*	0.1476
	(0.9968)	(1.1697)	(1.0125)	(1.2601)	(1.7701)	(1.4337)	(1.7991)	(1.5110)
Wage	0.6651***	0.5774***	0.6809***	0.5777***	0.5910***	0.7650***	0.6024***	0.7679***
	(5.0758)	(4.8120)	(5.2429)	(4.7865)	(4.8303)	(5.8622)	(4.9199)	(5.8547)
CPA	0.0284***	0.0164**	0.0264***	0.0163**	0.0209***	0.0194**	0.0198***	0.0190**
	(3.5661)	(2.5118)	(3.3773)	(2.4984)	(3.2805)	(2.4500)	(3.1090)	(2.4039)
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
截距项	-1.5353	-0.2298	-1.6499	-0.2655	-0.3477	-2.4334*	-0.4649	-2.4358*
	(-1.1497)	(-0.1885)	(-1.2437)	(-0.2164)	(-0.2832)	(-1.7910)	(-0.3777)	(-1.7835)
观测量	2,206	2,210	2,206	2,210	2,303	2,113	2,303	2,113
Adj R <sup>2</sup>	0.402	0.436	0.404	0.432	0.438	0.432	0.437	0.434

时信任能够显著提升薪酬—业绩敏感性；当企业处在大规模经营阶段时，交互项系数并不显著，说明此时信任对薪酬—业绩敏感性并无显著影响。上述结果表明，信任仅在企业处在小规模经营阶段时才能发挥作用，而随着企业的发展壮大，信任的作用逐渐变弱。第3—8列得到的结果相似，表明这一结论是稳健的。“华盛顿共识”认为一国若要发展经济，必须先建立起完善的制度体系，但中国经济发展却恰恰相反，依靠非正式制度取得了惊人的成绩。然而，上述结果表明，信任等非正式制度的作用仅仅局限在小规模生产、小规模经营阶段，而在大规模阶段则难以发挥作用。在某种程度上来讲，这可能意味着非正式制度并不能代替正式制度维持经济增长。这启示我们，对于发展中国家而言，可能并不一定要像“华盛顿共识”所强调的那样，先建立起完善的法治体系，然后才能发展经济。发展中国家依靠非正式制度，也能取得很好的发展绩效，就如同中国的成功经验，即“中国答案”。但是，随着经济不断发展、发展阶段产生深刻变化，非正式制度的作用将逐步减小，此时可能要依靠正式制度维持经济增长。这从一定程度上说明，现阶段中国强调依法治国是经济发展进入新阶段的必然选择，本文也以此为正式制度改革的重要性提供了证据。

### 五、研究结论与启示

本文以中国A股民营上市公司为样本，研究公司所在地信任环境对公司激励性高管薪酬契约有效性的影响。研究发现，公司所在地信任环境越好，其高管薪酬与公司业绩的敏感性越高，说明信任这一非正式制度能够显著提升公司激励性高管薪酬契约的有效性。进一步地，本文还发现信任对公司激励性薪酬契约的影响仅在公司治理机制较差时发挥作用，表明信任是正式制度的替代，在正式制度不健全时发挥替代作用。最后，本文还通过区分公司发展阶段研究了信任这一非正式制度作用的有限性，结果发现信任对薪酬—业绩敏感性的影响仅在小规模经营阶段显著，而随着公司规模壮大，信任对薪酬—业绩敏感性的影响逐渐减弱，此时可能需要更加完善的正式制度才能达到高效的高管薪酬激励。

整体而言，本文证实信任这种非正式制度能够提升高管薪酬—业绩敏感性，但仅在正式制度不完善或公司小规模生产经营阶段显著，不仅为非正式制度对解释“中国经济之谜”的重要意义提供了支持，也为依法治国对中国经济可持续发展的重要性提供了微观经验证据。此外，本文可能存在一些不足，主要包括两个方面：其一，本文没有充分考虑可能的内生性问题，即公司业

绩和高管薪酬的相互影响，但本文主要探讨信任对二者关系的影响，其相互影响对本文的讨论应该不会造成太大影响。其二，本文研究仅局限于信任这种非正式制度，同时也局限于信任对公司高管薪酬—业绩敏感性的影响这一角度，若要更深入地考察非正式制度、正式制度与经济发展之间的关系，需要对此进行更广泛地考察。

### 参考文献

- [1] Allen, F., Qian, J., Qian, M.. Law, Finance, and Economic Growth in China. *Journal of Financial Economics*, 2005, 77(1): 57-116.
- [2] 张维迎, 柯荣住. 信任及其解释: 来自中国的跨省数据调查. *经济研究*, 2002, (10): 59-70.
- [3] 刘凤委, 李琳, 薛云奎. 信任、交易成本与商业信用模式. *经济研究*, 2009, (8): 60-72.
- [4] Williamson, O.. *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*. New York, The Free Press, 1975.
- [5] Holmstrom, B., Tirole, J.. The Theory of the Firm, In Schmalensee, R., Willig, R. (Eds.), *In: Handbook of Industrial Organization*. New York, Elsevier Science, 1989.
- [6] Jensen, M., Murphy, K.. Performance Pay and Top Management Incentives. *Journal of Political Economy*, 1990, 98(2): 225-263.
- [7] Garrett, J., Hoitash, R., Prawitt, D. F.. Trust and Financial Reporting Quality. *Journal of Accounting Research*, 2014, 52(5): 1087-1125.
- [8] Perry, T., Zenner, M.. Pay for Performance? Government Regulation and the Structure of Compensation Contracts. *Journal of Financial Economics*, 2001, (62): 453-488.
- [9] 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. *管理世界*, 2007, (9): 76-84.
- [10] Babenko, I.. Share Repurchases and Pay-Performance Sensitivity of Employee Compensation Contracts. *Journal of Finance*, 2009, 64(1): 117-150.
- [11] 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, (11): 68-81.
- [12] 方军雄. 高管权力与企业薪酬变动的非对称性. *经济研究*, 2011, (4): 107-120.
- [13] Morse, A., Nanda, V., Seru, A.. Are Incentive Contracts Rigged by Powerful CEOs? *Journal of Finance*, 2011, 66(5): 1779-1821.
- [14] 缪毅, 胡奕明. 内部收入差距、辩护动机与高管薪酬辩护. *南开管理评论*, 2016, 19(2): 32-41.
- [15] Cao, M., Wang, R.. Optimal CEO Compensation with Search: Theory and Empirical Evidence. *Journal of Finance*, 2013, 68(5): 2001-2058.
- [16] 马连福, 王元芳, 沈小秀. 国有企业党组织治理、冗余雇员与高管薪酬契约. *管理世界*, 2013, (5): 100-115.
- [17] Murphy, K.. Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Examination. *Journal of Accounting and Economics*, 1985, 7(1-3): 11-42.
- [18] 黎文靖, 岑永嗣, 胡玉明. 外部薪酬差距激励了高管吗——基

- 于中国上市公司经理人市场与产权性质的经验研究. 南开管理评论, 2014, 17(4): 24-35.
- [19] Watts, R., Zimmerman, J.. Positive Accounting Theory. N. J Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1986.
- [20] 陈胜蓝, 卢锐. 股权分置改革、盈余管理与高管薪酬业绩敏感性. 金融研究, 2012, (10): 180-192.
- [21] 晏艳阳, 乔嗣佳, 苑莹. 高管薪酬激励效果——基于投资—现金流敏感性的分析. 中国工业经济, 2015, (6): 122-134.
- [22] Coase, R.. The Nature of the Firm. *Economica*, 1937, 4(16): 386-405.
- [23] North, D. C.. Institutions, Institutional Change and Economic Performance. Cambridge, Cambridge University Press, 1990.
- [24] 陈冬华, 胡晓莉, 梁上坤, 新夫. 宗教传统与公司治理. 经济研究, 2013, (9): 71-84.
- [25] Arrow, K. J.. The Limits of Organization. New York, Norton, 1974.
- [26] Putnam, R. D., Leonardi, R., Nanetti, R.. Making Democracy Work: Civic Traditions in Modern Italy. New Jersey, Princeton University Press, 1993.
- [27] Fukuyama, F.. Trust: The Social Virtues and the Creation of Prosperity. New York, The Free Press, 1996.
- [28] La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. W.. Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance*, 1997, 52(3): 1131-1150.
- [29] Knack, S., Keefer, P.. Does Social Capital Have an Economic Payoff? A Cross-country Investigation. *Quarterly Journal of Economics*, 1997, 112(4): 1251-1288.
- [30] Ostrom, E.. A Behavioral Approach to the Rational Choice Theory of Collective Action: Presidential Address. *American Political Science Review*, 1998, 92(1): 1-22.
- [31] Guiso, L., Sapienza, P., Zingales, L.. Cultural Biases in Economic Exchange? *Quarterly Journal of Economics*, 2009, 124(3): 1095-1131.
- [32] Granovetter, M.. Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness. *American Journal of Sociology*, 1985, 91(3): 481-510.
- [33] Zaheer, A., McEvily, B., Perrone, V.. The Strategic Value of Buyer-Supplier Relationships. *Journal of Supply Chain Management*, 1998, 34(2): 20-26.
- [34] Akerlof, G. A.. A Theory of Social Customs, of Which Unemployment May Be One Consequence. *Quarterly Journal of Economics*, 1980, 94(4): 749-775.
- [35] 张维迎. 产权、政府与信誉. 三联书店, 2001.
- [36] Greif, A.. Cultural Beliefs and The Organization of Society: A Historical and Theoretical Reflection on Collectivist and Individualist Societies. *Journal of Political Economy*, 1994, 102(5): 912-950.
- [37] Zak, P. J., Knack, S.. Trust and Growth. *Economic Journal*, 2001, 111(470): 295-321.
- [38] Wu, W., Firth, M., Rui, O. M.. Trust and the Provision of Trade Credit. *Journal of Banking and Finance*, 2014, 39(1): 146-159.
- [39] 戴治勇. 法治, 信任与企业激励薪酬设计. 管理世界, 2014, (2): 102-110.
- [40] North, D. C., Thomas, R. P.. The Rise of the Western World: A New Economic History. Cambridge, Cambridge University Press, 1973.
- [41] North, D. C.. Structure and Change in Economic History. New York, Norton and Company, 1981.
- [42] Acemoglu, D., Johnson, S., Robinson, J. A.. Institutions as Fundamental Cause as Long-run Growth: In Aghion, P., Durlauf, S. (Eds.), *Handbook of Economic Growth*. Amsterdam, Elsevier, 2005.
- [43] 樊纲, 王小鲁, 朱恒鹏. 中国市场化指数: 各省区市场化相对进程 2011 年报告. 经济科学出版社, 2011.
- [44] Greif, A.. Contract Enforceability and Economic Institutions in Early Trade: The Maghribi Traders' Coalition. *American Economic Review*, 1993, 83(3): 525-548.
- [45] Peng, W., Luo, Y.. Managerial Ties and Firm Performance in a Transition Economy: The Nature of a Micro-Macro Link. *The Academy of Management Journal*, 2000, 43(3): 486-501.
- [46] Cao, C., Jia, F., Zhang, X., Chan, K.. Does Religion Matter to Dividend Policy? Evidence from Buddhism and Taoism in China. *Nankai Business Review International*, 2016, 7(4): 510-541.
- [47] La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.. Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance*, 1997, 52(3): 1131-1150.
- [48] Bhattacharya, U., Daouk, H.. When No Law Is Better Than a Good Law. *Review of Finance*, 2009, 13(4): 577-627.
- [49] La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.. Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 1998, 106(6): 1113-1155.
- [50] Pistor K., Raiser, M., Gelfer, S.. Law and Finance in Transition Economies. *Economics of Transition*, 2000, 8(2): 325-368.
- [51] 卢峰, 姚洋. 金融压抑下的法治、金融发展和经济增长. *中国社会科学*, 2004, (1): 42-55.
- [52] 郑志刚, 邓贺斐. 法律环境差异和区域金融发展——金融发展决定因素基于我国省级面板数据的考察. 管理世界, 2010, (6): 14-27.
- [53] Choi, J. H., Kim, J. B., Liu, X., Simunic, D. A.. Audit Pricing, Legal Liability Regimes, and Big4 Premiums: Theory and Cross-country Evidence. *Contemporary Accounting Research*, 2008, 25(1): 55-99.
- [54] Choi, J. H., Wong, T. J.. Auditors' Governance Functions and Legal Environments: An International Investigation. *Contemporary Accounting Research*, 2007, 24(1): 13-46.
- [55] Bebchuk, L. A., Fried, J. M., Walker, D. I.. Executive Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation. *University of Chicago Law Review*, 2002, (69): 751-846.
- [56] De Angelo, L. E.. Auditor Independence, Low Balling and Disclosure Regulation. *Journal of Accounting and Economics*, 1981, 3(2): 113-127.
- [57] 陈毓圭, 杨志国, 赵兰芳. 企业社会责任与注册会计师的实践. 审计研究, 2009, (1): 55-57.
- [58] 刘玉廷, 王宏. 提升企业内部控制有效性的重要制度安排: 关于实施企业内部控制注册会计师审计的有关问题. 会计研究, 2010, (7): 4-8.
- [59] 周玮, 徐玉德, 王宁. 注册会计师的任期和强制轮换与会计盈

- 余稳健性：来自沪深 A 股上市公司的经验证据。审计研究，2012，(3)：90-97.
- [60] Shleifer, A., Vishny, R. W.. Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*. 1986, 94(3): 461-488.
- [61] Brous, P. A., Kini, O.. The Valuation Effects of Equity Issues and the Level of Institutional Ownership: Evidence from Analysts' Earnings Forecasts. *Financial Management*, 1994, 23(1): 33-46.
- [62] Kochhar, R., David, P.. Institutional Investors and Firm Innovation: A Test of Competing Hypotheses. *Strategic Management Journal*, 1996, 17(1), 73-84.
- [63] McConnell, J., Servaes, H.. Additional Evidence on Equity: Ownership and Corporate Value. *Journal of Financial Economics*, 1990, 27(2): 595-612.
- [64] Hartzell, J., Starks, L. T.. Institutional Investors and Executive Compensation. *Journal of Finance*, 2003, 58(6): 2351-2374.
- [65] Cornett, M., Marcus, A., Tehranian, H.. Corporate Governance and Pay-for-Performance: The Impact of Earnings Management. *Journal of Financial Economics*, 2008, 87(2): 357-373.
- [66] 张敏, 姜付秀. 机构投资者、企业产权与薪酬契约. *世界经济*, 2010, (8): 43-58.
- [67] 沈红波, 潘飞, 高新梓. 制度环境与管理层持股的激励效应. *中国工业经济*, 2012, (8): 96-108.
- [68] 朱国泓, 方荣岳. 管理层持股：沪市公司管理层的观点. *管理世界*, 2003, (5): 125-134.
- [69] Du, X. Q., Jian, W., Zeng, Q., Du, Y.. Corporate Environmental Responsibility in Polluting Industries: Does Religion Matter? *Journal of Business Ethics*, 2014, 124(3): 485-507.
- [70] 刘浩, 许楠, 张然. 多业绩指标竞争与事前谈判：高管薪酬合约结构的新视角. *管理世界*, 2014, (6): 110-125.
- [71] Bertrand, M., Mullainathan, S.. Are Executives Paid for Luck? The Ones Without Principals Are. *Quarterly Journal of Economics*, 2001, 116(3): 901-932.
- [72] 张维迎. 法律制度的信誉基础. *经济研究*, 2002, (1): 3-13.
- [73] Ang, J., Cheng, Y., Wu, C.. Investing with Stranger: Do Business with Whom You Can Trust. SSRN, 2012.
- [74] 曹春方, 周大伟, 吴澄澄. 信任环境、公司治理与民营上市公司投资—现金流敏感性. *世界经济*, 2015, (5): 125-147.
- [75] 刘宝华, 罗宏, 周薇, 杨行. 社会信任与股价崩盘风险. *财贸经济*, 2016, (6): 53-66.
- [76] 戴亦一, 张俊生, 曾亚敏, 潘越. 社会资本与企业债务融资. *中国工业经济*, 2009, (8): 99-108.
- [77] 姜付秀, 朱冰, 王运通. 国有企业的经理激励契约更不看重绩效吗? *管理世界*, 2014, 9: 143-159.
- ③ 数据来源于中国城市商业信用环境指数官网 (<http://www.chinacei.org/index.asp>), 该指标体系由中国管理科学研究院诚信评价研究中心编制, 是一个四级指标体系, 其中一级指标从信用投放、征信市场、企业信用管理制度、政府信用监管、失信违规行为、诚信教育活动 / 工程、企业对市场信用环境的感受七个维度进行评价。根据官网介绍, 中国城市商业信用环境指数一方面能够在宏观层面上反映我国城市的信用经济发展、市场信用交易、市场经济秩序等状况及其发展趋势, 另一方面, 能够在微观层面上应用于可用于评价一个城市的市场信用环境优劣, 主要包括: 1. 评价当地市场的信用交易风险程度; 2. 评价当地市场的信用环境对企业生存和发展的影响; 3. 城市信用体系 (各子系统) 的完善程度和运行情况; 4. 城市信用经济发展的潜力; 5. 各城市之间的信用经济发展差异。本文选取其一级指标体系度量地区信用环境, 由于该指标在地区间的变化较小, 本文参考现有文献处理方法, 在指标基础上生成哑变量带入模型进行回归, 其中高于指标中值时记为 1 (信任环境相对较好), 其余记为 0 (信用环境相对较差)。同时作者还以 2011 年指标以同样的方法进行检验并得到相似结果, 为节省空间并未报告。
- ④ 本文认为以此能够代表企业的发展阶段, 并在一定程度上回应非正式制度是否可以维持经济发展这一问题。原因在于三点: 其一, 上市公司是中国企业的代表, 能够反映中国经济运行情况, 研究非正式制度在上市公司中的作用可以从某种程度上反映其在经济发展中的作用; 其二, 所采用的分组方法能够较好区分公司发展阶段, 在时间上对公司规模和营业收入占比分组, 能够区分公司小规模经营阶段和大规模经营阶段; 其三, 地区信任环境经过长期演变而来, 相对于其演变周期而言上市公司的年龄可以忽略, 上市公司发展程度也难以对其产生影响, 因此以公司规模和营业收入占总资产的比例分组能够克服前文涉及的正式制度和非正式制度之间相互影响可能带来的问题。此外, 为避免因正式制度的逐步完善所导致的非正式制度作用逐渐减弱这一问题, 本文还运用另外两种分组方法进行了检验, 所得结论相似。具体方法为: 第一, 在年份上以该年所有公司规模的中位数为标准区分公司的发展阶段, 把规模大于中位数的公司视为公司大规模经营阶段, 其余的视为公司小规模经营阶段; 第二, 不区分年份和公司, 以样本中全部公司规模的中位数为标准区分公司的发展阶段, 把大于中位数的公司—年份观测视为公司大规模经营阶段, 其余视为公司小规模经营阶段。这两种分组方法在一定程度上能够有效规避正式制度的逐步完善对非正式制度的挤出作用, 原因在于, 第一种方法是在横向上分组, 即同一年份所有公司分为规模大和规模小两组。此时, 公司所面临的正式制度虽然有差异, 但是可能并不会发生规模较大的公司全部位于正式制度完善的地区, 这在一定程度上能够规避正文中以同一家公司在年份上分组时存在的正式制度随年份变化的问题。第二种方法是把所有的公司—年度观测分组, 没有考虑时间因素和地域因素, 这既能够避免正式制度随时间变化带来的问题, 也能够避免大公司向制度好的地区集中的问题。这两种分组方法回归的结构与正文结果相似, 为节省空间, 文中并没有报告。
- ⑤ 样本内, 高管持股比例均值为 6.4%, 并且超过 50% 的公司对高管实行股权激励。

## 注释

- ① 例如种族歧视、地域歧视、以年龄段 (或学历、性别和职业等) 划分群体并标签化等现象。
- ② 尽管信任数据仅到 2001 年, 但使用 2001 年的数据仍然具有一定的合理性。原因在于, 信任环境是慢变量, 如同文化、语言等一样, 一个地区的信任环境往往是经过几十年、上百年甚至上千年的长期时间形成的, 在短期内不易发生变化, 因此本文借鉴相关的研究用 2001 年的信任数据衡量地区信任环境。

(下转第 149 页)