

# 独立董事社会资本与高管薪酬—绩效敏感度\*

高风莲<sup>1,2</sup>, 王志强<sup>1</sup>

(1. 厦门大学管理学院, 福建 厦门 361005;

2. 南京审计大学会计学院, 江苏 南京 210029)

**内容提要:**本文依据社会资本和代理理论,从横向、纵向和其他社会声誉三个层面设计衡量独立董事个人社会资本的综合指标体系,研究独立董事个人社会资本对高管薪酬—绩效敏感度的影响。研究发现,独立董事个人社会资本越高,高管薪酬与兼任公司绩效的敏感性越强;在法律保护或信任水平偏低的地区,独立董事社会资本对增强高管薪酬—绩效敏感性的作用更为显著,起到了积极的替代效应。本研究不仅丰富了国内外关于独立董事个人社会资本与高管薪酬契约之间关系的研究文献,还拓展了地区法律保护或信任水平与独立董事个人社会资本之间替代关系的研究视野,对于发挥独立董事治理效应,制定科学合理高管薪酬契约具有一定的实践意义。

**关键词:**独立董事;社会资本;薪酬—绩效敏感度

**中图分类号:**F244 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2016)08—0082—16

## 一、问题提出

代理问题是公司治理的核心要素,而高管薪酬契约是缓解委托代理双方矛盾与冲突的黏合剂,科学合理的薪酬契约有利于融洽不同的利益相关方,增强了高管努力程度与公司绩效间的敏感度。我国《公司法》中明文规定,高管聘任与薪酬契约是独立董事基本权力之一,为了让独立董事更好地履行职责,证监会还要求董事会中下设薪酬与审计等委员会的上市公司中,独立董事占委员会成员比例至少在1/2以上。然而,独立董事制度治理成效如何,一直是理论和实务界的争论焦点。独立董事一旦受控于内部管理者,独立性就会丧失,利欲熏心的高管很容易利用权力掌控薪酬分配方案(权小锋等,2010),肆无忌惮地为自己攫取超额薪酬,公然挑衅公司治理的基本原则,独立董事监督也就蜕变为“雾里看花”“水中望月”的空中楼阁。显而易见,

高管薪酬—公司绩效的敏感度不仅是衡量公司治理结构完善与否的重要指标,也是检验独立董事制度治理效应的关键因素。

现有文献研究高管薪酬契约主要是从薪酬影响因素和经济后果两个层面展开。其中,大量高管薪酬影响因素的研究文献主要集中在管理者权力(权小锋等,2010)、垄断或竞争程度(郭淑娟等,2014)等方面;高管薪酬经济后果的研究文献主要集中在公司业绩(Jensen & Meckling, 1990)、信息披露质量(陈胜蓝等,2012)等方面。而从独立董事社会资本视角研究其对高管薪酬契约治理效应影响的寥寥无几,仅有的几篇文献也是从独立董事网络结构(陈运森等,2011)等视角研究其对薪酬契约的影响。基于此,本文从社会资本视角构建独立董事社会资本度量指标体系,系统地研究独立董事个体异质性与高管薪酬—公司绩效敏感性的影响。

本文的创新与贡献在于:一是高管薪酬契约—

收稿日期:2016-02-16

\* 基金项目:国家自然科学基金项目“财务灵活性与公司财务政策选择”(71472160);教育部高等学校博士学科点专项科研基金项目“资本结构动态调整的理论及实证研究”(20120121110041);江苏省高校哲学社会科学基金“嵌入性:独立董事社会资本与公司信息披露的实证研究”(2014SJB195)。

作者简介:高风莲(1977-),女,江苏淮安人,副教授,博士研究生,研究领域是资本市场与公司理财, E-mail: gaof177@aliyun.com;王志强(1967-),男,福建漳州人,教授,博士生导师,研究领域是资本市场与公司理财, E-mail: zhqwang@xmu.edu.cn。

直是公司治理领域的研究焦点, 现有国内外文献主要集中于公司绩效、盈余管理或信息披露质量等方面, 将“独立董事社会资本”概念引入高管薪酬契约领域, 尚属首次。与传统的关于独立董事“一刀切”同质性研究文献不同的是, 本文把独立董事嵌入复杂多变的社会关系网络中, 从纵向关系、横向关系、社会声誉等分项和综合社会资本层面探索独立董事督导高管薪酬契约的“黑箱”, 有助于更好地厘清独立董事治理行为的内在机理, 进一步丰富了治理文献。二是相对于研究地区社会资本与法律保护之间关系的大量文献, 目前从高管薪酬契约视角, 探讨独立董事个人社会资本与法律保护之间替代效应, 在此前的国内外文献中还没有尝试过。三是丰富了独立董事个人社会资本与地区信任环境替代效应的研究文献。信任水平差异对公司治理路径影响的文献司空见惯, 但研究个人社会资本与地区信任等非正式制度之间替代关系的文献却很少见。本文思索在地区信任水平普遍较低时, 独立董事个人社会资本能否崭露头角, 发挥“模范”带头作用, 传递社会资本的外正溢性, 增强了高管薪酬—绩效敏感度, 降低代理成本, 弥补地区非正式制度存在的不足。

## 二、理论分析与研究假设

### 1. 独立董事社会资本和高管薪酬—公司绩效敏感度

社会资本是嵌入复杂社会活动和网络关系下的一种关系资源 (Bourdieu, 1988; Coleman, 1986; 边燕杰、丘海雄, 2000), 有利于组织内部的学习与交流, 处于同一社会网络中的个体往往情投意合, 具有相似的信仰和价值观, 行为偏好趋于同源性。社会资本一定程度上具有公共产品的利他性, 组织内部成员间达成潜规则和默契, 个体行为规范和价值偏好很容易受到组织层面的影响。独立董事作为社会人, 也不例外, 其行为规范和价值导向很容易受周围所处网络结构和社会关系的影响。独立董事作为业界精英, 在受聘之前, 往往都是著名专家学者、高级会计师或资深的律师, 拥有较高的职业道德和专业技能, 习惯依据自身的专业背景、经验积累和价值喜好形成独特的自我见解。内嵌于互动人际关系网络中的独立董事也会适时地通过观察和收集信息等, 与周围所处的社会网络源源不断

地交换信息与修正个人偏好, 在专业领域里精益求精, 进行科学理性决策 (陈运森, 2012)。尽管独立董事的行为是自主裁决, 但镶嵌在社会互动网络中的亲情、友情以及群体内共享的价值理念和道德规范将潜移默化地影响其职责履行和治理效应的发挥。如丰富的工作阅历和社会关系网络不仅可以提升独立董事的专业和社交技能, 且还很容易在独立董事周围凝聚成专业的“智囊梯队”, 而拥有专业特长的精英贤才汇聚在一起更能客观理性地为公司战略发展和经营规划出谋划策 (Fracassi & Tate, 2012)。社会资本兼有公共产品属性, 具有外溢辐射性, 独立董事社会资本越高, 则其个人社会资本渗透到公司整体层面的影响力也就越强, 公司可分享的社会资源也就越丰富, 能调动高管的工作激情, 显著地提高公司经营绩效。

高管薪酬水平与公司经营绩效之间的敏感程度是衡量公司治理成效的重要依据。独立董事制度治理成效如何, 在很大程度上取决于薪酬契约设计是否科学地反映了公司高管努力程度, 即高管薪酬—公司绩效的敏感度。个体行为偏好往往受所处网络关系及其网络地位的影响, 且稀缺资源的获取又与网络关系中的社会资本息息相关 (Lin, 2002)。独立董事督导效能的发挥离不开自身社会资本, 丰富的社会资本可以拓宽信息渠道和创造更多职场晋升机会。信息透明度是监督公司高管投机倾向最好的“杀虫剂”, Admas & Ferrera (2007) 研究发现, 涉及公司徇私舞弊、高管薪酬操纵等内幕负面信息往往会被高管蓄意封杀, 在此类信息的知情权上, 独立董事将被毫不留情地拒之门外。显然, 稀缺信息资源的获取就成为独立董事履行职责的前提条件, 独立董事通过自身镶嵌在复杂社会关系中纵横交错的网络结构, 搭起与公司内部或个人的联系桥梁, 凭借丰富社会资本和较高社会公信度 (Fama & Jensen, 1983) 很容易在公司内部培养形式多样的亲信眼线, 悄无声息地挖掘稀缺的内幕信息, 极大地拓宽了信息渠道; 而独立董事获取内幕信息越多, 相应地对高管监督也就越有成效。由此可见, 独立董事社会资本越高, 则其在业界网络关系中的地位和权力也愈加显赫, 获取稀缺信息资源的能力就越强, 也越容易在经济和精神上超越管理层束缚, 拥有较高的督导能力 (Admas & Ferrera, 2007), 有效地遏制管理者的投机倾向, 并进一步督

促管理者勤勉工作,提升高管薪酬与公司绩效的内关联性。

独立董事社会资本越高,其所覆盖的稀缺资源也就越多,个体镶嵌在网络关系中的声誉激励也就越丰厚,声誉损失所连带的机会成本也就越大,内在自我超越需求和外部丰富资源馈赠,将不断激励着独立董事提高专业水准和职业道德感,更好地监督高管在职消费和天价薪酬等投机行为(Fama & Jensen, 1983),降低代理成本,增强高管薪酬—绩效的敏感度。同时,社会资本具有时效性和传染性,随着新闻媒体、监管机构和社会公众对高管薪酬关注和监管持续不断地加深,独立董事玩忽职守一经被曝光谴责后,必将遭受铺天盖地扑面而来的舆论谴责和公众“愤青”,且长期悉心积累镶嵌在网络关系中的社会资本也将瞬间土崩瓦解,并进一步震撼其未来的职场地位。在较高声誉激励约束下,高社会资本的独立董事,必将权衡潜在巨大的机会成本,更容易在精神上保持独立,在薪酬契约上与高管“讨价还价”的能力也就更强(陈运森, 2012)。在复杂社会关系网络中,拥有丰富社会资本的独立董事择业机会更多,相应地对兼职公司的经济依赖程度较低,能够保持较高的经济独立性。随着社会资本的不断丰富,依托复杂的网络结构和社会关系,独立董事将更容易获取其所兼职企业的内幕信息和稀缺资源,形成以独立董事为核心的智囊团,极大地提升了独立董事在公司内部的凝聚力和影响力,而独立董事所处的核心战略地位和良好的公信力有利于其准确及时地获取信息。此外,迫于强大媒体监督、政策法规和舆论压力,公司高管自定薪酬、谋取私利等各种投机行为将更加扑朔迷离(谢德仁等, 2012)。而相对于社会资本较低的独立董事,较高社会资本的独立董事拥有更多专业知识技能和信息渠道,可以更好地察觉和抑制管理者的隐性投机行为,督促其努力工作,从而提高了高管薪酬—公司绩效敏感度。基于以上分析,本文提出如下假设:

$H_{1a}$ : 独立董事社会资本水平越高,高管薪酬与公司绩效间的敏感度会有所增强。

在我国,高管薪酬与公司经营业绩缺乏显著相关性,高管零薪酬或天价薪酬“异常”现象层出不穷,高管薪酬激励与公司绩效关系虚无缥缈,不存在“区间效应”(魏刚, 2000)。一方面,现代公司股

权结构高度分散,导致理应由股东掌控的独立董事选聘权却被冠冕堂皇地受托给总经理等公司高管全权代理,公司治理结构存在的先天缺陷使得独立董事产生伊始就陷入“尴尬”。独立董事嵌入于社会网络结构中,常常由于自身生活阅历和习性偏好等,会或多或少地与公司高管之间可能存在球友、校友同学、老乡等社会关系(Fracassi & Tate, 2012),而其所嵌入的社会网络环境相应地也会对独立董事的职责履行和价值理念等产生深远影响(Granovetter, 1985),高管依据自我偏好所聘请的独立董事理所当然也就成为上市公司的“绣花枕头”;另一方面,公司高管在董事聘用和薪酬水准方面具有很强的话语权,独立董事在薪酬水平和人事选聘上严重受制于高管,却还肩负着监督高管投机行为的神圣使命,这也就在源头上大大削弱了高管薪酬与公司绩效间的敏感度,使得独立董事制度诞生伊始就卷入设计“悖论”。显而易见,公司高层掌握着独立董事聘任提名权,也就在起源上扼杀了其独立性,导致独立董事任命伊始就已由内部管理者的监督者蜕变为高管私人利益的忠诚拥护者,削弱了高管薪酬与公司绩效间的敏感度,导致两者之间的线性关系微乎其微(Jensen & Murphy, 1990)。根据资源支持理论,独立董事拥有丰富的社会资本,在行业内影响深远,能够为公司发展和经营活动提供资源支持和专业服务(Pfeffer & Salancik, 1978)。操纵董事提名权的总经理聘请独立董事,更多地偏好独立董事所拥有的复杂社会关系及其关系背后的优质稀缺资源。此时,在公司任职的独立董事主要扮演着资源支持角色,对公司高管薪酬契约与公司绩效间敏感度的监督作用微乎其微。基于以上分析,本文提出如下假设:

$H_{1b}$ : 独立董事社会资本越高,高管薪酬与公司绩效间的敏感度越弱。

2. 法律环境、独立董事社会资本和高管薪酬—绩效敏感度

法律作为一种正式的社会制度,具有普遍性和约束性,提高了信息透明度,缓解了公司委托代理矛盾与冲突。我国幅员辽阔,由于区域间的文化礼仪、民族习性等因素影响,逐渐形成了颇具地区特色的法律文化和公法品格,导致全国大一统的公司法律规范在省级区域间的贯彻力度良莠不齐,地区间的执法效率相去甚远。在法律执行效率较高的

地区,外部投资者更青睐于依靠法律等正式制度形式来维护自身的正当权益,公司投资项目的信息透明度较高(Ang & Cheng,2009);高管通过不正当手段谋取私利的成本与曝光概率逐渐上升,迫于法律的刚性威慑效应,高管会理性地选择勤勉敬业来提高自身的薪酬水准。反之,在法律保护程度比较薄弱的地区,政府的干预度较高,投资者维权路径较为坎坷曲折,严重削弱了法律对公司的刚性束缚力。在有限理性和唯利目标的驱使下,高管往往会想方设法假借政府之手绕过法律的监督和约束,大肆敛财,谋取个人超额收益,严重扭曲了高管薪酬—绩效间的敏感度。在法律意识薄弱区域,精心搭建和发展与政府部门的网络关系是高管寻求保护伞的重要形式,如辽宁方大集团董事长方威,不仅囊括了众多与企业家有关的荣誉桂冠,还保持了高度的政治参与热情,分别兼任全国第十二届和辽宁省第十届人民代表大会代表、辽宁省人民检察院检察监督员、辽宁省教育基金会理事会理事。人大代表、政府部门兼职等已成为民营企业发展政治关系的前奏曲,若即若离的隐性政治关系可以为公司获取政府资源,寻求自我保护和权力寻租。

社会资本作为法律保护的一种重要替代机制(潘越等,2009),增强了高管薪酬与公司绩效间的敏感性。随着法律体系和市场经济体制的不断完善,经济竞争日趋公平规范,信息透明度高,声誉市场奖惩分明,投资者通过法律诉讼等正式渠道维权将变得快捷便利(余明桂、潘红波,2008),提高了投资双方信息透明度,这也在一定程度上增加了公司高管操纵信息、谋取私利的成本和难度,倒逼高管努力工作提高公司绩效以获取高额奖励,也削弱了投资者对独立董事个人社会资本的依赖度(Allen & Qian,2005)。相反,在投资者法律保护体系不健全的地区,法律等正式制度的刚性制约作用还不是十分显著,迫使维权艰辛的外部投资者对独立董事社会资本等非正式制度寄予更多厚望,期待高社会资本的独立董事能廉洁自律,履行职责,加强对高管的监督和引导,提高公司薪酬—绩效契约的激励和监督作用。基于以上分析,本文提出如下假设:

H<sub>2</sub>:随着市场化进程的不断加深,投资者法律保护程度越高的地区,独立董事社会资本对高管薪酬—绩效敏感度的作用就越小。

### 3. 信任环境、独立董事社会资本和高管薪酬—

### 绩效敏感度

亚当·斯密在《道德情操论》中提出,经济活动都是人与人之间的活动,内嵌入于风俗习惯、社会信任和伦理道德之中。信任是市场经济健康发展最重要的道德基础和核心元素(张维迎等,2002),如果人与人之间缺乏最起码的信任,将会导致团体或个人陷入无休止的猜疑和战争之中。企业作为市场经济的细胞,其本质是以信任为内核的一系列契约的集合体(Jensen & Meckling,1976)。Guiso, Sapienza & Zingales(2001)研究发现,地区信任水平会潜移默化地影响企业的价值导向,并进一步规范企业日常的基本行为,降低企业与个人以及企业之间的摩擦交易成本,形成优质的企业文化和自律的行为规范,是企业经济和谐发展的黏合剂,其积极效应远远超过法律的刚性监督。

信任是公司一系列契约签订和维系的内在基本条件,且潜移默化地影响着法律环境和股东大会等公司内外部治理机制(LLSV,1998),并对契约的实质内涵与结构安排影响深远。除物质和人力资本之外,传统的历史文化和成员之间的信任等社会资本将直接影响甚至决定着经济活动的形式和经济效率(福山,1998)。信任度、法律与经济发展水乳交融,但由于国内各地区间地理环境和文化习俗的差异,使得我国内地不同省份区域之间的信任水平差异较为显著(张维迎、柯荣住,2002)。在信任水平比较高的地区,人们之间诚实守信,信息传播渠道和沟通网络四通八达。企业内嵌于高信任水平的区域,彼此间坦诚相待(LLSV,1998),声誉的奖惩激励效应也就更为显著,个人或公司操纵利润、徇私舞弊一经曝光,将导致企业高管的职业生涯戛然而止,丧失声誉的显性与隐性成本要远远大于其舞弊收益,巨大的得失反差,使高管更愿意履行职责和恪守职业道德,提高了薪酬契约的有效性。相反,当地区信任水平比较低时,地区成员间的自发性交往活动寥寥无几,成员间的信息沟通与交流被蓄意拉长或隔断,民间自发活动与组织名存实亡,企业毁约成本低廉,自我诚信意识比较薄弱,而沟通障碍与监督乏力给有投机倾向的高管徇私舞弊提供了便利。毋庸置疑,低程度的信任水平也是高管操纵信息、谋取超额薪酬的重要原因之一,相对于高信任水平的地区,股东等不同利益相关方也就更加期待和渴望独立董事个人社会资本在高管薪

酬契约设计和监督方面所扮演的积极替代效应。基于以上分析,本文提出如下假设:

H<sub>3</sub>:信任水平比较高的地区,独立董事个人社会资本对高管薪酬契约的监督作用会明显减弱,对高管薪酬—公司绩效敏感度的作用就越小。

### 三、研究设计

#### 1. 样本的选择

本研究以2005—2012年间深交所和上交所非金融类的A股上市公司为初始研究样本。剔除ST、PT公司样本,剔除独立董事个人信息资料不齐全或财务报表数据缺漏的公司,共获得样本公司年度观测值8660个。为了避免变量极端异常值的干扰,对相关变量进行了截尾处理。独立董事个人信息资料和财务报表数据主要来源于CSMAR数据库,独立董事个人信息资料欠缺的主要依托公司网站或财经新浪网上的搜索引擎,整理并进行补充。

#### 2. 被解释变量

(1)高管薪酬(MPAY)。高管薪酬—公司绩效敏感度是指公司经营绩效的变动所引起公司高管薪酬的变化幅度,也是判断高管薪酬契约设计是否合理的重要依据。高管薪酬有货币薪酬和股权激励两大部分,但由于我国实施股权激励时间较短,股权激励公司的高管持股比例普遍较低、零持股现象非常普遍(魏刚,2000)。借鉴陈胜蓝等(2015)等文献做法,并综合考虑我国上市公司2005年才首次公开披露总经理、董事长及董事成员、监事成员等公司高级管理人员的薪酬信息,本文也仅考察上市公司年度报表中所披露的前三名高级管理人员薪酬。

#### 3. 解释变量

(1)独立董事社会资本(*Scost*)。在我国“关系至上”的复杂网络结构中,个体可以借助组织内外错综复杂的网络关系,掌控实权、社会地位、物质资源、内幕信息等诸多稀缺资源(边燕杰等,2000)。本文在借鉴Coleman(1988)、Bourdieu(1986)、边燕杰等(2000)和高凤莲、王志强(2015)等学者研究的基础上,将嵌入于我国特色关系背景下的社会资本归纳提炼为“关系+资源”,并依据关系资源理论,将综合独立董事社会资本(*Scost*)分成独立董事在兼职公司以外的横向关系(*Scost*<sub>1</sub>)、在兼职公司内部纵向关系(*Scost*<sub>2</sub>)和其他社会声誉(*Scost*<sub>3</sub>)三个层面。详细的指标构建说明如表1所示。

(2)公司经营绩效(*ROA*)。公司经营绩效是一个多维的复杂概念,迄今为止还很难找到最优的单一衡量指标,现有文献主要采用财务会计指标和市场价值两种指标,其中,财务会计指标主要有总资产收益率和净资产收益率等;市场价值指标主要有股票价值、托宾(Tobin'Q)等。考虑我国资本市场仍不太成熟,非理性的操作因素比较多,本文选用总资产收益率(*ROA*)指标来衡量上市公司经营业绩。为了保证结果的稳定性,本文用净资产收益率(*ROE*)和托宾Q系数予以验证。

(3)信任指数(*Trust*)。信任是市场经济健康发展的道德基石(张维迎、柯荣住,2002)。岁月如流,但地区信任等级在较长时期内却能保持相对平稳性(Uslander,2002;张维迎、柯荣住,2002)。本文借鉴高凤莲等(2015)等研究,采用“中国企业家调查系统”2001年对全国31个省份区域的信任环境调查指数作为地区信任程度的度量指标。

表1 独立董事个人社会资本评价指标体系

类型	衡量指标	定义	赋值
横向关系	政治关系	是否曾在政府机关、国有企业或者在工商联、科协、台联等准政府组织担任职务	中央赋值为5,省、自治区、直辖市赋值为4,市赋值为3,县赋值为2,乡镇赋值为1,乡镇以下赋值为0
	与商业性金融机构关系	是否曾在银行、保险公司、投资公司等商业金融系统任职	是,赋值1;否,赋值0
	与其他企业关联	在其他企业曾经有任职经历的公司数	
	与行业主管部门关系	是否参与了营利或非营利性的行业协会	是,赋值1;否,赋值0

类型	衡量指标	定义	赋值
纵向关系	政治地位	是否为全国或地方人大代表或者政协委员	中央赋值为5,省、自治区、直辖市赋值为4,市赋值为3,县赋值为2,乡镇赋值为1,乡镇以下赋值为0
	经济地位	是否在兼职公司担任其他高管职务	是,赋值为1;否,赋值为0
		是否持有该公司相关股票	持有,赋值为1;不持有,赋值为0
		在兼职公司所获取的货币报酬	高于中位数,取1;否则,取0
	职业地位	职称与学历	职称按高、中、初三个级别,分别赋值为3、2和1;学历按高中或中专以下、大专、本科、硕士和博士以及博士以上分别赋值为1、2、3、4、5
		财务会计专业及其相关从业经验	是,赋值为1;否,赋值为0
		理工科专业及其相关从业经验	是,赋值1;否,赋值0
		经济管理专业及其相关从业经验	是,赋值为1;否,赋值为0
		法学专业及其相关从业经验	是,赋值为1;否,赋值为0
		在兼职公司担任现职的期限	高于中位数,取1;否则,取0
	是否为高等院校或科研院所专业技术骨干	是,赋值为1;否,赋值为0	
社会声誉	荣誉称号	是否获得行业协会或专业机构等权威组织授予的先进个人、优秀工作者、英雄模范等荣誉称号	按照授予荣誉称号的单位级别来赋值,国务院、中央政府赋值5,省、自治区、直辖市赋值4,市赋值3,县赋值2,乡镇赋值1,乡镇以下赋值0
	荣誉嘉奖	是否获得党政相关部门颁发的荣誉证书	按照授予荣誉嘉奖的单位级别来赋值,国务院、中央政府赋值为5,省、自治区、直辖市赋值为4,市赋值为3,县赋值为2,乡镇赋值为1,乡镇以下赋值0

资料来源:本文整理

(4)法律保护程度(*Law*)。本文借鉴余潘越等(2009)和高凤莲等(2015)等学者的研究,选用樊纲等(2011)《中国市场化指数》中31个省份“市场中介组织的发育和法律制度环境”的指标值衡量各省份间法律保护环境和执法效率指数(*Law*)。*Law*的指标值越大,说明该地区法律环境和执法效率越好。

#### 4. 控制变量

借鉴陈运森等(2012)关于高管薪酬—公司绩效敏感度的研究文献,本文选取的主要控制变量包括第一大股东持股比例(*FIRST*)、股权性质(*STATE*)、股权制衡度(*H1/H2*)、董事规模(*BOARD*)、管理层持股(*MSTOCK*)、公司成长性(*G*)、公司规模(*SIZE*)、独立董事比例(*INDEP*)、两职合一(*DUAL*)、财务杠杆比率(*LEV*)。主要变量定义如表2所示。

表2 变量定义

变量名称	符号	变量定义
高管薪酬	<i>MPAY</i>	薪酬水平取前三名公司高管薪酬的自然对数
独立董事社会资本	<i>Scost</i>	先分别计算公司年末独立董事社会资本 <i>Scost</i> 的综合指标和分项指标值。然后,取独立董事社会资本均值( <i>Scost_M</i> )和独立董事社会资本中位数( <i>Scost_D</i> ),具体如表1所示
公司绩效	<i>ROA</i>	总资产报酬率,等于公司净利润/期末总资产
	<i>ROE</i>	净资产收益率,等于公司净利润/期末股东权益

变量名称	符号	变量定义
法律	<i>Law</i>	选用樊纲等(2011)《中国市场化指数》中“市场中介组织的发育和法律制度环境”中31个省份的指标值替代衡量各省份间法律保护环境和执法效率指数( <i>Law</i> )
信任	<i>Trust</i>	采用“中国企业家调查系统”2001年对全国31个省份区域的信任环境调查指数
股权性质	<i>STATE</i>	虚拟变量,如果第一大股东为国有股取值为1,否则取值为0
第一大股东持股比例	<i>FIRST</i>	公司年末第一大股东持股比例
股权制衡度	<i>H1/H2</i>	公司年末第一大股东持股比例与第二大股东持股比例之比
公司规模	<i>SIZE</i>	公司年末总资产取对数
独立董事比例	<i>INDEP</i>	年末独立董事占董事会人数比例
两职合一	<i>DUAL</i>	年末若董事长和总经理为一位高管兼任时,取值为1;否则为0
财务杠杆比率	<i>LEV</i>	年末资产负债率衡量
公司成长性	<i>G</i>	公司成长性用收入增长率表示,等于(本年营业收入-上年营业收入)/上年营业收入
董事规模	<i>BOARD</i>	年末上市公司董事会的总人数
管理层持股	<i>MSTOCK</i>	公司高级管理人员持有股份总和占公司总股份比例

资料来源:本文整理

## 5. 研究模型

本文的被解释变量是高管薪酬,解释变量为公司经营绩效(*ROA*)、独立董事社会资本(*Scost*),以及独立董事所嵌入的地区法律环境(*Law*)或信任环境(*Trust*)。本文借鉴江伟等(2015)、高凤莲等(2015)、戴治勇(2014)等相关文献研究方法,为验证假设  $H_1 \sim$  假设  $H_3$  分别构建了以下实证模型:

$$MPAY_j = \beta_0 + \beta_1 Scost_j + \beta_2 ROA_j + \beta_3 Scost_j \times ROA_j + \sum \text{controlVariables} + \partial_j \quad (1)$$

$$MPAY_j = \beta_0 + \beta_1 Law + \beta_2 Scost_j + \beta_3 Scost_j \times ROA_j + \beta_4 Scost_j \times ROA_j \times Law + \sum \text{controlVariables} + \partial_j \quad (2)$$

$$MPAY_j = \beta_0 + \beta_1 Trust + \beta_2 Scost_j + \beta_3 Scost_j \times ROA_j + \beta_4 Scost_j \times ROA_j \times Trust + \sum \text{controlVariables} + \partial_j \quad (3)$$

## 四、实证结果与分析

### 1. 描述性统计分析

表3是主要变量的描述性统计。前三名高管平均薪酬(*MPAY*)为137109元,最大值172391元,最小值97981元,薪酬分布比较集中。独立董事社会资本均值(*Scost\_M*)和中位数(*Scost\_D*)的均值为14.9221和12.9232,最大值都为40,最小值分别为3和2。公司经营绩效(*ROA*)均值为0.1625,中位数为0.078。上市公司独立董事比例(*INDEP*)均值为30%,标准差为0.0524,最大值为0.8,最小值为0.0909,在四分之三水平上独立董事比例(*INDEP*)基本都是37.5%,说明我国上市公司独立董事比例差异较小,基本上都是刚刚符合证监会的独立董事比例不得低于三分之一最低要求。此外,主要变量的相关性分析发现,高管薪酬(*MPAY*)与独立董事社会资本(*Scost*)、法律(*Law*)和信任水平(*Trust*)等主要解释变量都在1%的统计水平上呈显著正相关,初步验证了假设  $H_1$ 、假设  $H_2$  和假设  $H_3$ 。由于篇幅有限,不予赘述。

表 3 变量的描述性统计分析

变量	样本数	均值	标准差	最小值	25% 分位	中位数	75% 分位	最大值
<i>MPAY</i>	8660	13.7109	0.8259	9.7981	13.1938	13.743	14.2602	17.2391
<i>Scost_M</i>	8660	14.9221	5.3885	3	11	14	18	40
<i>Scost_D</i>	8660	12.9232	6.1571	2	9	11	15.5	40
<i>Law</i>	8660	8.5666	3.8765	1.85	5.15	7.37	12.59	16.61
<i>Trust</i>	8660	76.4691	66.7765	2.7	14.4	77.7	117.2	218.9
<i>ROA</i>	8658	0.0475	0.2547	-2.746	0.0178	0.0406	0.0680	22.0051
<i>DUAL</i>	8660	0.1730	0.3783	0	0	0	0	1
<i>BOARD</i>	8591	9.2636	1.9005	3	9	9	10	19
<i>STATE</i>	8660	0.3649	0.4814	0	0	0	1	1
<i>H1/H2</i>	8438	18.1470	41.7704	0.72	1.99	4.99	16.36	782.75
<i>FIRST</i>	8660	37.7273	15.6844	2.197	25.21	36.11	49.57	89.41
<i>SIZE</i>	8660	21.7287	1.263	13.076	20.855	21.560	22.414	28.405
<i>LEV</i>	8660	0.4619	0.2067	0	0.3064	0.4775	0.6209	1
<i>MSTOCK</i>	8627	0.0309	0.0999	0	0	0	0.0003	0.8433
<i>INDEP</i>	8591	0.362	0.0524	0.0909	0.3333	0.3333	0.375	0.8
<i>G</i>	8212	2.363	51.159	-3.086	-0.051	0.1054	0.3634	3107.432

资料来源: 本文整理

## 2. 多元回归结果与分析

(1) 独立董事社会资本对高管薪酬—绩效敏感度的影响。在表 4 中列示了独立董事社会资本与高管薪酬—绩效敏感性的回归系数。其中, 模型 1 ~ 模型 4 中的 *Scost\_M* 和模型 5 ~ 模型 8 中的 *Scost\_D* 的顺序依次为独立董事社会资本的综合指标(均值 *Scost\_M*、中位数 *Scost\_D*)和横向指标(*Scost\_M<sub>1</sub>*、*Scost\_D<sub>1</sub>*)、纵向指标(*Scost\_M<sub>2</sub>*、*Scost\_D<sub>2</sub>*)、社会声誉指标(*Scost\_M<sub>3</sub>*、*Scost\_D<sub>3</sub>*)三个层面。在模型 1 ~ 模型 8 中, 社会资本的综合

和三个分项指标都与公司高管薪酬呈显著正相关性, 说明独立董事社会资本越高, 则高管薪酬水平越高。在模型 1 ~ 模型 8 中, 社会资本(*Scost\_M* 和 *Scost\_D*)无论是综合还是分项指标, 与 *ROA* 的交成项(*Scost\_M* × *ROA* 和 *Scost\_D* × *ROA*)都与高管薪酬(*MPAY*)在 1% 和 5% 的统计水平上呈显著正相关性, 验证了前面的假设  $H_{1a}$ 。验证结果表明, 独立董事社会资本越高, 越能有效地监督高管投机行为, 显著地增强了高管薪酬与公司绩效之间的敏感度。

表 4 独立董事社会资本与高管薪酬—绩效敏感度回归分析

变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8
	<i>Scost_M</i>	<i>Scost_M<sub>1</sub></i>	<i>Scost_M<sub>2</sub></i>	<i>Scost_M<sub>3</sub></i>	<i>Scost_D</i>	<i>Scost_D<sub>1</sub></i>	<i>Scost_D<sub>2</sub></i>	<i>Scost_D<sub>3</sub></i>
<i>Scost</i>	0.0032 ** (2.01)	0.0011 (0.36)	0.0220 *** (4.94)	0.0010 (0.24)	0.0036 ** (2.51)	0.0015 (0.57)	0.0178 *** (4.69)	0.0047 (1.22)
<i>ROA</i>	1.475 *** (4.91)	1.886 *** (10.70)	1.856 *** (3.57)	2.091 *** (14.99)	2.008 *** (7.90)	2.114 *** (13.98)	2.293 *** (5.30)	2.262 *** (17.72)

变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8
	<i>Scost_M</i>	<i>Scost_M<sub>1</sub></i>	<i>Scost_M<sub>2</sub></i>	<i>Scost_M<sub>3</sub></i>	<i>Scost_D</i>	<i>Scost_D<sub>1</sub></i>	<i>Scost_D<sub>2</sub></i>	<i>Scost_D<sub>3</sub></i>
<i>Scost</i> × <i>ROA</i>	0.0590 <sup>***</sup> (2.94)	0.118 <sup>***</sup> (3.17)	0.0465 (0.82)	0.151 <sup>***</sup> (2.83)	0.0232 (1.27)	0.0673 <sup>**</sup> (2.00)	-0.0023 (-0.05)	0.0414 (0.85)
<i>Law</i>	0.0424 <sup>***</sup> (22.71)	0.0425 <sup>***</sup> (22.79)	0.0424 <sup>***</sup> (22.77)	0.0426 <sup>***</sup> (22.79)	0.0425 <sup>***</sup> (22.79)	0.0427 <sup>***</sup> (22.85)	0.0425 <sup>***</sup> (22.82)	0.0427 <sup>***</sup> (22.86)
<i>STATE</i>	0.0186 (1.11)	0.0187 (1.11)	0.0195 (1.16)	0.0195 (1.16)	0.0172 (1.03)	0.0181 (1.08)	0.0193 (1.15)	0.0185 (1.10)
<i>H1/H2</i>	0.0190 <sup>***</sup> (4.70)	0.0191 <sup>***</sup> (4.69)	0.0198 <sup>***</sup> (4.89)	0.0193 <sup>***</sup> (4.74)	0.0198 <sup>***</sup> (4.89)	0.0195 <sup>***</sup> (4.81)	0.0203 <sup>***</sup> (5.01)	0.0197 <sup>***</sup> (4.84)
<i>FIRST</i>	-0.001 <sup>***</sup> (-5.50)	-0.001 <sup>***</sup> (-5.55)	-0.001 <sup>***</sup> (-5.32)	-0.001 <sup>***</sup> (-5.55)	-0.001 <sup>***</sup> (-5.51)	-0.001 <sup>***</sup> (-5.57)	-0.001 <sup>***</sup> (-5.35)	-0.001 <sup>***</sup> (-5.59)
<i>FIRST</i>	-0.004 <sup>***</sup> (-7.85)	-0.004 <sup>***</sup> (-7.77)	-0.004 <sup>***</sup> (-7.80)	-0.004 <sup>***</sup> (-7.74)	-0.004 <sup>***</sup> (-7.79)	-0.004 <sup>**</sup> (-7.75)	-0.004 <sup>***</sup> (-7.74)	-0.004 <sup>***</sup> (-7.73)
<i>SIZE</i>	0.262 <sup>***</sup> (35.68)	0.263 <sup>***</sup> (35.89)	0.260 <sup>***</sup> (35.46)	0.263 <sup>***</sup> (35.89)	0.263 <sup>***</sup> (35.80)	0.264 <sup>***</sup> (35.94)	0.262 <sup>***</sup> (35.68)	0.264 <sup>***</sup> (35.97)
<i>LEV</i>	-0.166 <sup>***</sup> (-3.83)	-0.167 <sup>***</sup> (-3.83)	-0.175 <sup>***</sup> (-4.04)	-0.166 <sup>***</sup> (-3.82)	-0.173 <sup>***</sup> (-3.98)	-0.172 <sup>***</sup> (-3.96)	-0.175 <sup>***</sup> (-4.05)	-0.174 <sup>***</sup> (-4.00)
<i>DUAL</i>	0.0852 <sup>***</sup> (4.02)	0.0853 <sup>***</sup> (4.02)	0.0862 <sup>***</sup> (4.07)	0.0846 <sup>***</sup> (3.98)	0.0857 <sup>***</sup> (4.04)	0.0855 <sup>***</sup> (4.03)	0.0867 <sup>***</sup> (4.09)	0.0848 <sup>***</sup> (3.99)
<i>MSTOCK</i>	-0.219 <sup>**</sup> (-2.51)	-0.215 <sup>**</sup> (-2.46)	-0.240 <sup>**</sup> (-2.76)	-0.220 <sup>**</sup> (-2.52)	-0.220 <sup>**</sup> (-2.52)	-0.216 <sup>**</sup> (-2.48)	-0.242 <sup>***</sup> (-2.78)	-0.221 <sup>**</sup> (-2.53)
<i>INDEP</i>	0.228 <sup>*</sup> (1.61)	0.213 <sup>*</sup> (1.51)	0.232 <sup>*</sup> (1.64)	0.215 <sup>*</sup> (1.52)	0.234 <sup>*</sup> (1.66)	0.215 <sup>*</sup> (1.52)	0.231 <sup>*</sup> (1.64)	0.219 <sup>*</sup> (1.55)
<i>G</i>	-0.001 <sup>***</sup> (-4.15)	-0.001 <sup>***</sup> (-4.20)	-0.001 <sup>***</sup> (-3.98)	-0.001 <sup>***</sup> (-4.18)	-0.001 <sup>***</sup> (-4.11)	-0.001 <sup>***</sup> (-4.17)	-0.001 <sup>***</sup> (-3.99)	-0.001 <sup>***</sup> (-4.14)
<i>CONST</i>	7.694 <sup>***</sup> (46.71)	7.709 <sup>***</sup> (46.94)	7.579 <sup>***</sup> (45.56)	7.706 <sup>***</sup> (46.94)	7.666 <sup>***</sup> (46.56)	7.695 <sup>***</sup> (46.86)	7.582 <sup>***</sup> (45.72)	7.688 <sup>***</sup> (46.81)
行业	√	√	√	√	√	√	√	√
年份	√	√	√	√	√	√	√	√
<i>F</i> 值	197.87 <sup>***</sup>	197.11 <sup>***</sup>	198.64 <sup>***</sup>	196.88 <sup>***</sup>	197.21 <sup>***</sup>	196.62 <sup>***</sup>	197.99 <sup>***</sup>	196.43 <sup>***</sup>
<i>Adj R<sup>2</sup></i>	0.4437	0.4427	0.4447	0.4424	0.4429	0.4421	0.4438	0.4419
<i>N</i>	7900	7900	7900	7900	7900	7900	7900	7900

注:括号内为 *T* 值, \*\* , \* 表示在 1% 水平, 5% 和 10% (双尾检验)

资料来源:本文整理

(2) 独立董事个人社会资本与法律保护之间的 替代作用。表 5 是独立董事个人社会资本、法律保护

水平和高管薪酬—绩效敏感性的回归分析。模型 1 ~ 模型 8 中, 交乘项  $Scost \times ROA$  基本上都与高管薪酬在 1% 的水平上呈显著正相关, 说明独立董事社会资本越高, 则其对高管监管越有成效, 能显著地提高高管薪酬与公司绩效的敏感度, 符合前面的假设  $H_{1a}$ 。法律 ( $Law$ ) 与高管薪酬都在 1% 的统计水平上显著正相关, 而独立董事社会资本 ( $Scost$ )、公司绩效

( $ROA$ ) 交乘项 ( $Scost \times ROA$ ) 与法律 ( $Law$ ) 三者交乘项 ( $Scost \times ROA \times Law$ ) 基本上都在 1% 的统计水平上显著为负, 实证结果说明, 在法律保护薄弱的地区, 丰富的个人社会资本有利于独立董事广泛收集信息, 卓有成效地监督高管, 督促其努力工作, 提高公司经营业绩, 进而显著地增强了高管薪酬—公司绩效的敏感度, 与前面假设  $H_2$  相符。

表 5 独立董事社会资本、法律和高管薪酬—绩效敏感性的回归分析

变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8
	$Scost\_M$	$Scost\_M_1$	$Scost\_M_2$	$Scost\_M_3$	$Scost\_D$	$Scost\_D_1$	$Scost\_D_2$	$Scost\_D_3$
$Scost$	0.0018 (1.14)	0.0004 (0.14)	0.0218 *** (5.03)	-0.0106 ** (-2.56)	0.0027 ** (1.96)	0.0016 (0.63)	0.0187 *** (5.09)	-0.005 (-1.33)
$ROA$	0.0218 (0.08)	0.925 *** (6.26)	0.789 * (1.54)	0.638 *** (8.27)	0.842 *** (3.50)	1.224 *** (9.25)	1.641 *** (3.81)	0.766 *** (10.14)
$Scost \times ROA$	0.220 *** (9.47)	0.493 *** (9.17)	0.242 *** (4.04)	0.561 *** (5.60)	0.162 *** (6.94)	0.393 *** (7.24)	0.149 ** (2.76)	0.276 *** (2.84)
$Scost \times ROA \times Law$	-0.012 *** (-11.22)	-0.037 *** (-10.98)	-0.018 *** (-10.89)	-0.0116 (-1.20)	-0.012 *** (-10.79)	-0.0344 *** (-9.80)	-0.0185 *** (-10.75)	-0.001 (-0.11)
$Law$	0.0508 *** (25.01)	0.0496 *** (24.90)	0.0502 *** (24.93)	0.0433 *** (20.96)	0.050 *** (24.88)	0.0480 *** (24.43)	0.0499 *** (24.88)	0.0426 *** (21.59)
$STATE$	0.0217 (1.29)	0.0207 (1.22)	0.0228 (1.36)	0.0186 (1.10)	0.0208 (1.23)	0.0208 (1.23)	0.0229 (1.36)	0.0157 (0.93)
$H1/H2$	-0.001 *** (-6.17)	-0.001 *** (-6.32)	-0.001 *** (-6.08)	-0.001 *** (-6.28)	-0.001 *** (-6.26)	-0.0011 *** (-6.40)	-0.0011 *** (-6.12)	-0.0012 *** (-6.49)
$FIRST$	-0.004 *** (-7.59)	-0.004 *** (-7.34)	-0.004 *** (-7.58)	-0.004 *** (-7.15)	-0.004 *** (-7.45)	-0.0038 *** (-7.27)	-0.0039 *** (-7.50)	-0.0037 *** (-7.01)
$SIZE$	0.276 *** (38.68)	0.279 *** (38.98)	0.276 *** (38.72)	0.284 *** (39.76)	0.278 *** (38.99)	0.280 *** (39.16)	0.278 *** (39.00)	0.288 *** (40.36)
$LEV$	-0.260 *** (-6.05)	-0.276 *** (-6.42)	-0.279 *** (-6.54)	-0.309 *** (-7.23)	-0.278 *** (-6.48)	-0.289 *** (-6.72)	-0.278 *** (-6.51)	-0.359 *** (-8.49)
$DUAL$	0.0816 *** (3.82)	0.0816 *** (3.81)	0.0827 *** (3.87)	0.0832 *** (3.88)	0.081 *** (3.81)	0.0815 *** (3.80)	0.0828 *** (3.87)	0.083 *** (3.85)
$MSTOCK$	-0.180 ** (-2.05)	-0.182 ** (-2.07)	-0.202 ** (-2.30)	-0.186 ** (-2.11)	-0.185 ** (-2.10)	-0.191 ** (-2.16)	-0.203 ** (-2.31)	-0.188 ** (-2.12)
$INDEP$	0.0382 (0.28)	0.0186 (0.14)	0.0242 (0.18)	0.0109 (0.08)	0.0285 (0.21)	0.0086 (0.06)	0.0164 (0.12)	-0.004 (-0.03)

变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8
	<i>Scost_M</i>	<i>Scost_M<sub>1</sub></i>	<i>Scost_M<sub>2</sub></i>	<i>Scost_M<sub>3</sub></i>	<i>Scost_D</i>	<i>Scost_D<sub>1</sub></i>	<i>Scost_D<sub>2</sub></i>	<i>Scost_D<sub>3</sub></i>
<i>G</i>	-0.001 *** (-4.14)	-0.001 *** (-4.15)	-0.001 *** (-3.88)	-0.001 *** (-4.33)	-0.0005 *** (-4.06)	-0.0006 *** (-4.13)	-0.0005 *** (-3.86)	-0.0006 *** (-4.27)
<i>CONST</i>	8.019 *** (47.21)	8.016 *** (47.25)	7.862 *** (45.81)	8.015 *** (47.09)	7.983 *** (46.95)	8.010 *** (47.14)	7.860 *** (45.94)	7.958 *** (46.64)
行业	√	√	√	√	√	√	√	√
年份	√	√	√	√	√	√	√	√
<i>F</i> 值	191.01 ***	188.93 ***	191.08 ***	186.72 ***	189.25 ***	187.56 ***	190.38 ***	183.73 ***
<i>Adj R<sup>2</sup></i>	0.4349	0.4322	0.4350	0.4293	0.4326	0.4304	0.4341	0.4253
<i>N</i>	7901	7901	7901	7901	7901	7901	7901	7901

注:括号内为 *T* 值,\*\*\*, \*\*, \* 表示在 1% 水平,5% 和 10% (双尾检验)

资料来源:本文整理

(3) 独立董事社会资本与信用环境的替代作用。表 6 是独立董事个人社会资本、信任和高管薪酬—绩效敏感度的回归分析。模型 1 ~ 模型 8 中,交乘项  $Scost \times ROA$  基本上都与高管薪酬在 1% 的水平上呈显著正相关,说明独立董事个人社会资本越高,则其对高管监管越有成效,越能显著地提高高管薪酬与公司绩效的敏感度,符合前面的假设  $H_{1a}$ 。信任 (*Trust*) 与高管薪酬都在 1% 的统计水平上显著正相关,而独立董事社会资本 (*Scost*)、公司绩效

(*ROA*) 交乘项 ( $Scost \times ROA$ ) 与信任 (*Trust*) 三者的交乘项 ( $Scost \times ROA \times Trust$ ) 基本上都在 1% 的统计水平上显著为负,实证结果说明,在信任水平比较低的地区,拥有丰富社会资本的独立董事更容易保持较高的精神独立性,容易赢得社会公众信赖,信息渠道宽泛,系统及时追踪监督迫使高管敬业勤勉,提高公司经营业绩,进而显著地增强了高管薪酬—公司绩效的敏感度,与前面假设  $H_3$  符合。

表 6 独立董事社会资本、信任环境和高管薪酬—绩效敏感度的回归分析

变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8
	<i>Scost_M</i>	<i>Scost_M<sub>1</sub></i>	<i>Scost_M<sub>2</sub></i>	<i>Scost_M<sub>3</sub></i>	<i>Scost_D</i>	<i>Scost_D<sub>1</sub></i>	<i>Scost_D<sub>2</sub></i>	<i>Scost_D<sub>3</sub></i>
<i>Scost</i>	0.0034 ** (2.07)	0.0006 (0.19)	0.0274 *** (6.43)	0.0013 (0.29)	0.0035 ** (2.44)	0.0009 (0.32)	0.0195 *** (5.13)	-0.0000 (-0.00)
<i>ROA</i>	1.331 *** (4.38)	1.861 *** (10.47)	2.331 *** (5.64)	2.103 *** (14.95)	1.951 *** (7.59)	2.129 *** (13.96)	2.278 *** (5.23)	1.608 *** (6.46)
$Scost \times ROA$	0.089 *** (4.00)	0.182 *** (4.03)	0.0239 (0.49)	0.209 *** (3.02)	0.0444 ** (2.14)	0.110 *** (2.59)	0.0312 (0.61)	0.0732 *** (3.67)
$Scost \times ROA \times Trust$	-0.0002 ** (-2.24)	-0.0006 * (-1.90)	-0.0004 ** (-2.13)	-0.0004 (-0.81)	-0.0002 * (-1.67)	-0.0004 (-1.31)	-0.0004 ** (-2.16)	-0.0002 * (-1.71)
<i>Trust</i>	0.0022 *** (17.26)	0.0022 *** (17.85)	0.0023 *** (17.26)	0.002 *** (18.16)	0.0022 *** (17.24)	0.0022 *** (18.24)	0.0023 *** (17.24)	0.0022 *** (17.34)

变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8
	<i>Scost_M</i>	<i>Scost_M<sub>1</sub></i>	<i>Scost_M<sub>2</sub></i>	<i>Scost_M<sub>3</sub></i>	<i>Scost_D</i>	<i>Scost_D<sub>1</sub></i>	<i>Scost_D<sub>2</sub></i>	<i>Scost_D<sub>3</sub></i>
<i>STATE</i>	-0.0027 (-0.16)	-0.003 (-0.18)	-0.002 (-0.12)	-0.0027 (-0.16)	-0.0046 (-0.27)	-0.0038 (-0.23)	-0.0021 (-0.13)	-0.0033 (-0.20)
<i>FIRST</i>	-0.004 *** (-8.07)	-0.004 *** (-7.97)	-0.004 *** (-8.03)	-0.004 *** (-7.95)	-0.004 *** (-8.00)	-0.004 *** (-7.95)	-0.004 *** (-7.98)	-0.004 *** (-7.99)
<i>H1/H2</i>	-0.001 *** (-5.72)	-0.001 *** (-5.76)	-0.001 *** (-5.54)	-0.001 *** (-5.76)	-0.001 *** (-5.73)	-0.001 *** (-5.79)	-0.001 *** (-5.57)	-0.001 *** (-5.73)
<i>SIZE</i>	0.251 *** (33.69)	0.253 *** (33.91)	0.250 *** (33.45)	0.254 *** (33.96)	0.253 *** (33.88)	0.254 *** (34.02)	0.252 *** (33.74)	0.254 *** (33.97)
<i>LEV</i>	-0.137 *** (-3.14)	-0.137 *** (-3.13)	-0.151 *** (-3.46)	-0.137 *** (-3.13)	-0.145 *** (-3.32)	-0.143 *** (-3.27)	-0.150 *** (-3.44)	-0.142 *** (-3.25)
<i>DUAL</i>	0.0965 *** (4.52)	0.0967 *** (4.52)	0.0977 *** (4.58)	0.0959 *** (4.48)	0.0970 *** (4.54)	0.0967 *** (4.52)	0.0984 *** (4.61)	0.0967 *** (4.52)
<i>MSTOCK</i>	-0.159 * (-1.82)	-0.156 * (-1.78)	-0.181 ** (-2.07)	-0.164 * (-1.86)	-0.161 * (-1.83)	-0.159 * (-1.81)	-0.183 ** (-2.09)	-0.160 * (-1.82)
<i>INDEP</i>	0.171 (1.20)	0.155 (1.09)	0.173 (1.22)	0.158 (1.11)	0.176 (1.24)	0.156 (1.10)	0.173 (1.22)	0.162 (1.13)
<i>G</i>	-0.001 ** (-4.13)	-0.001 ** (-4.18)	-0.001 ** (-3.92)	-0.001 ** (-4.17)	-0.001 *** (-4.09)	-0.001 *** (-4.16)	-0.001 *** (-3.96)	-0.001 *** (-4.16)
<i>BOARD</i>	0.0177 *** (4.34)	0.0177 *** (4.34)	0.0186 *** (4.58)	0.0180 *** (4.40)	0.0185 *** (4.53)	0.0182 *** (4.46)	0.0191 *** (4.69)	0.0183 *** (4.47)
<i>CONST</i>	8.357 *** (53.59)	8.374 *** (53.89)	8.186 *** (52.16)	8.367 *** (53.86)	8.323 *** (53.38)	8.355 *** (53.76)	8.217 *** (52.28)	8.361 *** (53.84)
行业	√	√	√	√	√	√	√	√
年份	√	√	√	√	√	√	√	√
<i>F</i> 值	197.16 ***	196.08 ***	198.10 ***	195.73 ***	196.06 ***	195.32 ***	197.24 ***	195.72 ***
<i>Adj R<sup>2</sup></i>	0.4350	0.4336	0.4362	0.4332	0.4336	0.4327	0.4351	0.4332
<i>N</i>	7900	7900	7900	7900	7900	7900	7900	7900

注:括号内为 *T* 值, \*\*\*, \*\*, \* 表示在 1% 水平, 5% 和 10% (双尾检验)

资料来源: 本文整理

### 3. 稳定性检验

为保证上述结果的稳健性, 本文运用净资产收益率 (*ROE*) 衡量深沪两市的公司经营绩效, 并在考虑地区间的法律保护或信任程度差异的情况下, 分析独立董事个人社会资本对高管薪酬契约合理性的影响。

表 7 的实证结果显示, 各个自变量符号和数值都比较稳定, 与前面结论基本相符。同时, 本文还考虑市场价值, 运用托宾 *Q* 值 (*Tobin's Q*) 衡量公司绩效, 并兼顾法律或信任的差异, 实证结果与前面结论基本相符。由于篇幅有限, 不予赘述。

表7 独立董事社会资本和高管薪酬-绩效敏感性的回归分析

变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
	<i>Scost_M</i>	<i>Scost_D</i>	<i>Scost_M</i>	<i>Scost_D</i>	<i>Scost_M</i>	<i>Scost_D</i>
<i>Scost</i>	0.0061 *** (4.59)	0.0043 *** (3.66)	0.0087 *** (6.32)	0.0042 *** (3.61)	0.0065 *** (4.88)	0.0045 *** (3.79)
<i>ROE</i>	-0.0799 *** (-3.09)	-0.0782 *** (-3.11)	-0.103 *** (-3.40)	-0.075 *** (-2.96)	-0.113 *** (-3.93)	-0.084 *** (-3.30)
<i>Scost</i> × <i>ROE</i>	0.0120 *** (4.39)	0.0136 *** (4.48)	0.0172 *** (4.25)	0.0118 *** (3.21)	0.0166 *** (5.07)	0.014 *** (4.43)
<i>Law</i>	0.0427 *** (22.37)	0.0429 *** (22.48)	0.046 *** (22.93)	0.0426 *** (21.96)		
<i>Scost</i> × <i>ROE</i> × <i>Law</i>			-0.0005 ** (-1.97)	0.0003 (0.84)		
<i>Scost</i> × <i>ROE</i> × <i>Trust</i>					-0.000 ** (-1.96)	0.0000 (0.99)
<i>Trust</i>					0.0021 *** (19.19)	0.0021 *** (18.68)
<i>STATE</i>	0.0120 (0.70)	0.0119 (0.69)	-0.178 *** (-10.95)	0.0120 (0.70)	-0.0187 (-1.08)	-0.0188 (-1.09)
<i>H1/H2</i>	-0.0013 *** (-7.00)	-0.0013 *** (-6.93)	-0.004 *** (-7.30)	-0.0034 *** (-6.53)	-0.003 *** (-6.43)	-0.003 *** (-6.43)
<i>FIRST</i>	-0.0034 *** (-6.55)	-0.0034 *** (-6.52)	-0.0015 *** (-7.76)	-0.0012 *** (-6.92)	-0.001 *** (-7.05)	-0.001 *** (-6.95)
<i>SIZE</i>	0.291 *** (40.45)	0.292 *** (40.53)	0.347 *** (48.05)	0.292 *** (40.53)	0.272 *** (35.94)	0.273 *** (36.10)
<i>LEV</i>	-0.467 *** (-11.19)	-0.463 *** (-11.08)	-0.604 *** (-13.94)	-0.464 *** (-11.09)	-0.438 *** (-10.46)	-0.439 *** (-10.48)
<i>DUAL</i>	0.0833 *** (3.84)	0.0835 *** (3.85)	0.107 *** (4.73)	0.0837 *** (3.86)	0.0987 *** (4.52)	0.0997 *** (4.56)
<i>MSTOCK</i>	-0.196 ** (-2.20)	-0.195 ** (-2.18)	0.0039 (0.04)	-0.194 ** (-2.18)	-0.143 * (-1.59)	-0.141 (-1.57)
<i>INDEP</i>	-0.0220 (-0.16)	-0.0156 (-0.11)	0.373 *** (2.59)	-0.0173 (-0.12)	0.119 (0.82)	0.125 (0.86)
<i>G</i>	-0.0006 *** (-4.27)	-0.0006 *** (-4.29)	-0.0006 *** (-3.90)	-0.0006 *** (-4.29)	-0.001 *** (-4.16)	-0.001 *** (-4.16)

变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
	<i>Scost_M</i>	<i>Scost_D</i>	<i>Scost_M</i>	<i>Scost_D</i>	<i>Scost_M</i>	<i>Scost_D</i>
<i>BOARD</i>	0.0167 <sup>***</sup> (3.37)	0.0112 <sup>***</sup> (4.22)	0.0166 <sup>***</sup> (3.27)	0.0103 <sup>***</sup> (4.20)	0.0178 <sup>***</sup> (4.27)	0.0183 <sup>***</sup> (4.40)
<i>CONST</i>	7.212 <sup>***</sup> (42.95)	7.218 <sup>***</sup> (42.94)	5.945 <sup>***</sup> (36.62)	7.221 <sup>***</sup> (42.94)	7.815 <sup>***</sup> (49.03)	7.816 <sup>***</sup> (48.94)
行业	√	√	×	√	√	√
年份	√	√	√	√	√	√
<i>F</i> 值	183.63 <sup>***</sup>	183.29 <sup>***</sup>	179.82 <sup>***</sup>	177.58 <sup>***</sup>	177.49 <sup>***</sup>	176.88 <sup>***</sup>
<i>Adj R</i> <sup>2</sup>	0.4176	0.4171	0.3615	0.4171	0.4093	0.4085
<i>N</i>	7897	7897	7897	7897	7897	7897

注:括号内为 *T* 值, \*\*\*, \*\*, \* 表示在 1% 水平, 5% 和 10% (双尾检验)

资料来源:本文整理

## 五、结论与政策建议

传统高管薪酬契约的研究文献主要集中于考察董事会规模、独立董事比例等公司治理因素和法律等正式制度产生的影响程度,而对信任、社会关系和道德规范等非正式制度因素缺乏系统全面的考虑,疏忽了独立董事社会资本及其社会嵌入性对高管薪酬契约的影响。本研究从独立董事社会资本的视角,运用 2005—2012 年间深沪两市 A 股上市公司数据,实证检验了独立董事社会资本对高管薪酬—公司绩效敏感度的影响,并进一步结合我国不同省级区域法律等正式制度和信用等非正式制度间的差异,实证检验独立董事社会资本对高管薪酬契约的影响。主要结论如下:

(1) 独立董事社会资本与高管薪酬—公司绩效敏感度呈显著正相关。独立董事社会资本越高,则其离社会关系网络中核心地位的距离越近,依靠权威和核心地位获取内幕信息的能力也就越强,能有效地监督管理者,降低公司代理成本;独立董事社会资本越高,则其社会资本损失的机会成本也就越高,基于此,社会资本越高的独立董事会更加忠于职守,竭尽全力制定最优的高管薪酬契约,从而增强了高管薪酬与公司绩效间的敏感度。

(2) 法律保护程度越高,人们通过正式制度获取资源和寻求自我保护的能力越强,则独立董事通

过复杂的社会资本在收集信息和监督高管职能方面将严重下滑。相反,当法律执行效率较低,公司截留信息和舞弊操作的可能性较大,此时,投资者会对威望高的独立董事给予更多的期望。

(3) 在社会信任水平比较高的地区,人们彼此坦诚相待,信息透明度较高,很容易监督上市公司高管徇私舞弊、谋取超额薪酬的违规行为,从而降低了投资者对独立董事监督职能的依赖度;反之,在信任水平比较低的区域,人人自危,信息截留现象比比皆是,高管很容易操纵公司内幕,伺机获取超额高管薪酬。此时,人们自然会更加期盼拥有丰富社会资本的独立董事能够独挡一面,利用其专业技能和关系网络制定薪酬与绩效互动的考评方案,提升公司治理效率。

本文研究结论不仅丰富了公司治理的相关文献,佐证了我国声誉市场的有效性,还有利于独立董事聘任机制的完善,充分发挥独立董事的监督治理效应。另外,独立董事制度政策效应的发挥,还需要健全与之配套的法律保护环境,营造良好的文化信任氛围,降低外部投资者的维权成本和公司内部摩擦交易成本。健全独立董事制度与完善外部治理环境“双管齐下”,可以形成动态的扁平化社会网络监督,更好地激励和鞭策高管勤勉尽职,提高公司绩效水平,保护投资者合法权益,促进资本市场稳定健康发展。

## 参考文献:

- [1] Allen, F. and M. Qian. Law, Finance, and Economic Growth in China[J]. *Journal of Financial Economics*, 2005, (77): 57 – 116.
- [2] Adams, R. B. and D. Ferreira. A Theory of Friendly Boards[J]. *Journal of Finance*, 2007, (62): 217 – 250.
- [3] Ang, J., Cheng, Y. and Wu, C. Social Capital, Cultural Biases, and Foreign Investment in Innovation: Evidence from China [D]. Florida State University, 2009.
- [4] Bourdieu, P. *Handbook of Theory and Research for the Sociology of Educational* [M]. Greenwood Press, 1986.
- [5] Coleman, J. Social Capital in the Creation of Human Capital[J]. *American Journal of Sociology*, 1988, (94): 95 – 120.
- [6] Fama E. F. and M. C. Jensen. Separation of Ownership and Control [J]. *Journal of Law and Economics*, 1983, 26, (2): 301 – 325.
- [7] Fracassi, Cesare, Tate, Geoffrey. External Networking and Internal Firm Governance[J]. *The Journal of Finance*, 2012, (67): 1 – 153.
- [8] Granovetter. M. Economicity and Social Structure; the Problem of Embeddedness[J]. *Journal of Sociology*, 1985, (91): 481 – 510.
- [9] Guiso. L., Sapienza, P. and Zingales, L. The Role of Social Capital in Financial Development[R]. Working Paper, 2001.
- [10] Jensen, M. and Meckling, W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, (4): 305 – 427.
- [11] Jensen, M. and Murphy, K. Performance Pay and Top Management Incentives[J]. *Journal of Political Economy*, 1990, (98): 225 – 264.
- [12] Kang. and Tan. Accounting Choices and Director Interlocks, A Social Network Approach to the Voluntary Expensing of Stock Option Grants[J]. *Journal of Business Finance and Accounting*, 2008, 35, (9): 1079 – 1102.
- [13] Li, H., Meng, L. and Zhang, J. Why Do Entrepreneurs Enter Politics? Evidence from China[J]. *Economic Inquiry*, 2006, (3): 559 – 578.
- [14] La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. Shleifer, A. and Vishny, R. Law and Finance[J]. *Journal of Political Economy*, 1998, (106): 1113 – 1155.
- [15] Lin, Nan. *Social Resources and Instrumental Action in Social Structure and Network Analysis* [J]. Beverly Hills, CA: Sage Publications, 1982, (47): 131 – 147.
- [16] Pfeffer, J. and Salancik, G. *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective* [M]. Harper and Row, 1978.
- [17] Uslaner, Eric, M. *The Moral Foundations of Trust* [R]. SSRN Working Paper, 2002.
- [18] 边燕杰, 丘海雄. 企业的社会资本及其功效[J]. 北京: 中国社会科学, 2000, (2).
- [19] 陈运森, 谢德仁. 董事网络、独立董事治理与高管薪酬[J]. 北京: 金融研究, 2012, (2).
- [20] 陈胜蓝, 卢锐. 新股发行、盈余管理与高管薪酬激励[J]. 北京: 金融研究, 2014, (7).
- [21] 福山. 信任: 社会美德与创造经济繁荣[M]. 海口: 海南人民出版社, 2002.
- [22] 樊纲, 王小鲁. 中国市场化指数——各地区市场化相对进程报告[M]. 北京: 经济科学出版社, 2001.
- [23] 高凤莲, 王志强. “董秘”社会资本与信息披露质量[J]. 天津: 南开管理评论, 2015, (4).
- [24] 郭淑娟, 惠宁. 我国垄断行业企业高管薪酬制度研究[J]. 北京: 经济管理, 2014, (9).
- [25] 潘越, 戴亦一, 吴超鹏, 刘建亮. 社会资本、政治关系与公司投资决策[J]. 北京: 经济研究, 2009, (11).
- [26] 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]. 天津: 南开管理评论, 2010, (4).
- [27] 魏刚. 高级管理层激励与上市公司经营绩效[J]. 北京: 经济研究, 2000, (3).
- [28] 谢德仁, 林乐, 陈运森. 薪酬委员会独立性与更高的经理人报酬——业绩敏感度——基于薪酬辩护假说的分析和检验[J]. 北京: 管理世界, 2012, (1).
- [29] 张维迎, 柯荣任. 信任及其解释: 来自中国的跨省调查分析[J]. 北京: 经济研究, 2002, (10).

## Independent Directors' Social Capital and Executive Pay-performance Sensitivity

GAO Feng-lian<sup>1,2</sup>, WANG Zhi-qiang<sup>1</sup>

(1. School of Management, Xiamen University, Xiamen, Fujian, 361005, China;

2. School of Accounting, Nanjing Audit University, Nanjing, Jiangsu, 210029, China)

**Abstract:** As the core element of corporate governance, whether the independent director system can reduce and how to reduce the agency costs of the agency costs has been the focus of the research theory. Scientific and reasonable executive compensation contract not only can ease the principal-agent contradiction but also can harmonize the different stakeholders, so all these can enhance the sensitivity of executives to work hard and firm performance. The existing literature research on executive compensation contract focuses on two aspects: the influence factors and economic consequences. The influence factors include the management power, monopoly or competition degree, capital cost, accounting profit, capital structure and management defense, and so on. Most prior studies on economic consequences mainly focused on investment efficiency, corporate performance, earning management, information disclosure quality and so on. Therefore, it is a hot topic to increase the managerial motivation in research fields. However the research from the perspective of independent directors' social capital is few, and only a few articles mainly concentrated in independent directors social background, network structure, overseas background and so on. Therefore, how should pay-performance contract be structured to induce managers to increase corporate performance? As a social person, how does the social capital embeddedness of independent directors affect standard pay for performance scheme? All these questions are under studied.

In this paper, based on the data of Shanghai and Shenzhen listed companies from 2005 to 2012, in view of the embedding theory and agency costs, we design a comprehensive index system from three aspects (horizontal, vertical and social reputation) to measure the individual social capital of independent directors and systematically study the influence of individual directors' individual heterogeneity on executive compensation performance sensitivity. Empirical results show that the more abundant social cost of independent directors is more conducive to enhance the inherent relationship between executive compensation and corporate performance, and further improve operating performance comprehensively. This study enriches the social capital theory and broadens the research field of corporate governance environment.

This dissertation enriches research literatures on the interaction and substitution relationship between social capital of independent directors and law protection. Though there are lots of previous literatures on the mutual substitution between social capital and the law protection, yet from the perspective of executive pay-performance sensitivity, there isn't any paper trying to analyze the substitution effect of independent directors' social capital and law protection, and the research perspective is innovative in the existing literatures at home and abroad. This empirical study found that in the area with weak law protection, independent directors' social capital is conducive to enhance the sensitivity between executive compensation and firm performance more significantly.

This dissertation enriches literatures on the substitution relationship between social capital of independent directors and the level of regional trust. There are lots of existing literatures analyzing the influence of external environment differences on the behavior of the company, but research literatures on the substitution relationship between social capital and executive pay-performance sensitivity (trust) are rare. Empirical results show that the individual social capital has a significant substitution effect in the region with a low level of trust and plays a vanguard role in the aspect of improving executive pay-performance sensitivity.

**Key Words:** independent directors; social capital; executive pay-performance sensitivity

(责任编辑:文 川)