

企业诚信文化与高管薪酬契约选择^{*}

□ 汪 顺 任 侨 谢素娟

领域编辑推荐语：

“诚信文化是优秀中国传统文化的一个重要体现。作者通过文本分析的方式对这一概念进行了评估和测量，并在此基础上检验了它对高管薪酬绩效敏感性的影响，从而丰富了我们对公司治理机制的认识。这篇文章不仅在研究方法上进行了大胆的尝试，也有助于我们思考如何将中国传统文化与现代管理研究进行有效整合。毫无疑问，后一点的意义尤为重要。”

——梁建

摘 要：企业文化影响企业制度与行为。本文采用文本分析的方法，构建了上市公司核心文化数据集，并结合2009~2014年的A股上市公司数据，探讨诚信这一重要的文化维度对高管薪酬契约选择的影响。研究发现，诚信文化能够显著提升高管薪酬与公司业绩之间的敏感性水平，这一影响在经过倾向匹配得分控制、样本调整、变量替换等一系列稳健性检验后依然显著。进一步研究表明，诚信文化的作用效果发挥受到企业产权性质、外部法律执行环境以及内部监督机制的影响，即对于民营企业、所在地法律制度以及内部监督机制较为薄弱的企业而言，诚信文化的提升效应更强。本文揭示了精神层文化与企业制度间的互动关系，一定程度上丰富了文化与经济类文献，亦管窥了优秀传统文化要素之于东方管理实践的重要解释力。

关键词：诚信文化；非正式制度；薪酬-业绩敏感性；公司治理

一、引言

我国社会正进行着新的转变，道德危机是每一次社会转型都会遇到的问题，其中最具有代表性的便是当下严重的失信问题（戴亦一等，2019）。在公司治理领域，代理人严重违背基本的契约规定，无视职业操守的现象屡见不鲜，部分高管为了追逐私

^{*} 本文受国家自然科学基金面上项目“组织权威、经济独立性与监事会治理研究：理论框架与实证检验”（72172001）以及自然科学基金青年项目“经理人非财务业绩评价与企业创新研究：基于高管权力距离视角的分析”（71702197）的资助。特别感谢《管理学季刊》主编李海洋教授、领域编辑以及两位匿名审稿人的建设性意见，当然，文责自负。

有收益甚至会随意操纵薪酬契约,导致了大量“天价薪酬”与“零薪酬”并存的薪酬异象(权小锋等,2010)。现有研究已从内部控制、组织结构、股权结构等正式制度角度去探究缓解之法(卢锐,2011;王会娟和张然,2012;马连福等,2013)。但是,对于中国这样一个处于转型中的新兴市场国家而言,理解并解决种种问题时,将视野仅仅局限于近代以来所接纳、吸收和改良的正式制度要素,是远远不够的(Allen et al., 2005)。当经济理性人陷入“道德困境”,文化信仰等非正式制度往往具有更强的解释力(陈冬华等,2013)。中华文化源远流长,与我国人民的实践活动相互裹挟着向前发展。在漫长的时间岁月里,长期历史发展中延续下来的传统文化,至少部分构成了正式制度生长的土壤,或者和正式制度一同推动着社会的演进(Acemoglu et al., 2005; 陈冬华等, 2013)。因而,本文将考察传统文化这一重要的非正式制度在企业薪酬治理中的作用。

“企业文化多层次论”认为,企业文化的构成可细分为精神层文化、制度层文化以及物质层文化,文化层次之间层层递进,而精神文化是文化系统的内核,可以制约其他文化层次(张德,2003;杨洪常,2006)。延伸至公司治理领域,公司治理水平的提高不仅依赖“硬手段”(制度管理),同样也可能通过“软手段”(文化治理)得以实现。我国向来推崇诚信文化,自孔孟时期便强调“人而无信,不知其可也;大车无輹,小车无軌,其何以行之哉”。诚信文化对于我国民众的内在约束力一直存在。只是由于在建设社会主义市场经济的过程中,一部分人受到“金钱至上”价值观的冲击,意

识形态和价值观念日益多元多变,诚信文化的传承与弘扬因此遭遇一定的阻碍。此时,重新树立诚信文化的价值旗帜,无论是对重构个人精神面貌以规范其行为而言,还是对提升公司治理水平与经济效益而言,均是必要之举。基于以上认识,本文试图定义并度量企业诚信文化,然后回答“作为薪火相传的社会美德与社会主义核心价值观体系的主关键字,诚信文化是否在现代公司薪酬治理中发挥作用”这一问题。

现有文献主要着墨于区域诚信文化与企业价值间的互动关系,较少关注到诚信文化的公司治理效应,从而缺少了对于诚信文化为何能够提升企业价值这一机理性问题的回答。此外,深入考察企业层面诚信文化对高管薪酬契约影响效应的文献更为少见,例如 Kanagaretnam 等(2016)基于跨国别的数据,考察国家诚信文化对于该国企业高管薪酬契约绝对数水平的影响,但是不仅未能识别出单个企业的文化数据,也未能涉及企业内具体的高管薪酬契约类型选择。鉴于此,本文致力于探究企业层面的诚信文化是否能够通过影响人的价值观念与行为方式来改变公司治理的情境,从而影响高管薪酬激励的制度设计。具体而言,在业绩型薪酬制度的动态演进中,企业诚信文化也许能够通过缓解信息不对称、约束高管自利行为的路径,对高管薪酬契约选择产生一定的潜在影响。通过文本分析,本文识别并构建了上市公司层面的诚信文化数据集,并基于此考察了上述问题。结果表明,以诚信为文化导向的样本企业具有更高的薪酬业绩敏感性,且诚信文化可通过最优契约机制以及寻租机制两条理论路径影响委托人与代理人的薪酬契约选择。

本文的主要贡献在于以下两点：第一，为探究高管业绩型薪酬契约选择的影响因素提供了新的视角。高管薪酬激励是公司治理的核心内容，本文聚焦于诚信这一传统文化因素对其业绩敏感性的影响，丰富了传统文化与薪酬契约间互动关系的研究文献。现有研究大多从公司内外部制度环境的角度出发，研究高管薪酬契约的影响因素，例如外部政府干预与市场化进程（辛清泉和谭伟强，2009）、外部媒体舆论（杨德明和赵璨，2012）等的宏观制度要素，但这些研究均着眼于正式制度，而忽视了非正式制度的作用（贾凡胜等，2017）。然而，由于中国经济的快速发展同样得益于非正式制度对正式制度的有效替代（Allen et al., 2005），作为非正式制度的重要组件，兼为薪火相传的社会美德，研究诚信这一非正式文化特征的公司治理效应对于我国企业而言具有重要意义。

第二，尽管 Kanagaretnam 等（2016）极富开创性的研究表明，宏观层面的诚信文化可以降低当地高管的道德风险水平，此时企业不再需要通过支付高昂的薪酬以激励高管勤勉尽责，因而降低了高管薪酬的绝对数水平，但这一结论同样值得做进一步的思考与补充。诚信文化可以表现为国家或社会层面的精神积淀，也可以存在于企业或组织层面的制度设计中，且诚信本身毫无疑问是一种珍贵的美德，那么，为何践行诚信美德反而得不到更为充分的经济激励作为奖励？如果讲求诚信文化反而对应着更低的经济激励，那么诚信文化是否能够长期维系便有待商榷。本文所研究的企业诚信文化对于薪酬业绩敏感性的积极影响，恰恰补充了上述内容，诚信这一美德，同样有利于企业选择

更为合理的薪酬契约制度。在倡导诚信文化的企业中，也许会如 Kanagaretnam 等（2016）所言，高管薪酬的绝对数会有所下降，但同时也对应着一个与业绩挂钩的更为紧密、更为合理的薪酬契约。因此，本文从微观企业诚信文化以及更为具体的薪酬契约选择角度补充了现有的文献研究。

二、文献回顾

（一）诚信文化

企业文化是“一套在整个组织中被广泛分享和拥护的价值观念和行为规范”（O'Reilly & Chatman, 1996）。依据企业文化多层次理论，企业文化分为多个层次，其中精神文化居于核心地位，可以规范制度文化、指导行为文化、构造物质文化（杨洪常，2006）。当前对企业诚信文化的规范研究中，对其概念的解释侧重于“诚”与“信”的内在含义，并从传统文化基因与市场经济发展角度论述了我国企业失信问题，从而提出在企业内部与外部落实诚信文化建设的举措（李邢西，2011；许彦华，2012；许彦华和高晚欣，2013；王迪，2013）。本文中的诚信文化特指承载了传统诚信理念精髓的精神层文化，具体而言，本文所研究的诚信文化指的是企业对于诚实守信、言行一致的精神追求或者价值取向。文化能够塑造广泛的行为与制度，由此产生一系列的影响。现有研究指出，诚信文化作为一种重要的非正式制度是社会系统的“润滑剂”，更是影响经济增长和组织业绩的重要因素（Guiso et al., 2013）。诚信能够有效降低信息不对称、契约成本和道德风险

(Gosling & Huang, 2009), 促进社会经济活动的交易双方就契约中未能明确的事项达成共识。但目前的文献主要从宏观的地区诚信文化或者从“信任”水平视角出发, 检验社会诚信的作用(张敦力和李四海, 2012; Kanagaretnam et al., 2016; 杨国超和盘宇章, 2019; 余泳泽等, 2020), 或者关注领导者诚信行为的影响(Dineen et al., 2006; Davis & Rothstein, 2006; White & Lean, 2008), 部分关注企业诚信文化实际效应的文献集中于探讨企业诚信文化对盈余管理(姜付秀等, 2015)、财务报告重述(左锐等, 2018)、内部控制有效性(徐亚琴等, 2018)、企业创新(左锐等, 2020; 唐玮等, 2020; 卜美文, 2020)。在上述文献中, Kanagaretnam 等(2016)是与本文十分相关的文献, 其基于跨国文化数据, 考察国家诚信文化对于该国企业高管薪酬契约绝对数水平的影响, 但该研究并未考察企业层面的诚信文化问题, 也未涉及具体的高管薪酬契约类型选择。

(二) 高管薪酬业绩敏感性

在所有权与经营权高度分离的现代公司中, 为使委托人与代理人之间的利益保持一致并有效激励代理人, 作为委托人的股东通常将企业业绩视作实施监督的重要依据, 通过制定与业绩挂钩的市场化薪酬制度降低潜在的代理问题(Murphy, 1985; Jensen & Murphy, 1990)。因此, 在经典的委托代理模型中, 高管薪酬与公司业绩的敏感性被认为是衡量薪酬激励契约有效性的一个重要标准(陈胜蓝和卢锐, 2012)。作为一个检验工具, 高管薪酬业绩敏感性指的是企业业绩在一段时间内增加一个单位所引起的高管薪酬的增加量, 换言之, 其反映的是企业

业绩变动对高管薪酬的影响程度。最优契约理论认为, 理性的薪酬契约设计应当在考虑高管特性、外部不确定性等因素后保持一定的业绩激励强度。

目前, 多数上市公司已经建立起了与企业业绩挂钩的激励型薪酬制度, 高管薪酬与企业业绩之间存在一定的关联度(辛清泉和谭伟强, 2009)。尽管在经典的模型架构内, 高业绩敏感性的薪酬契约是最富效率的, 但由于现实世界往往难以满足理论模型的诸多严苛假设, 仍有许多现实的摩擦会影响委托代理双方对高业绩敏感性薪酬契约的选择。现有文献主要从委托人视角和代理人视角进行研究, 相应地形成了基于“有效契约观”与“寻租观”的解释(刘慧龙, 2017)。“有效契约观”认为, 高管薪酬契约是由委托人主导的有效契约, 其目的在于约束代理人机会主义行为, 激励代理人努力工作(Jensen & Meckling, 1976; Jensen & Murphy, 1990)。因而, 高管薪酬业绩敏感性取决于委托人面对现实情境的主动选择。“寻租观”则认为, 薪酬契约很大程度上受到高管权力的影响, 极有可能是高管寻租的结果(Bebchuk et al., 2002; Bebchuk & Fried, 2003), 薪酬业绩敏感性受制于高管自利主义动机与行为。

基于“有效契约观”与“寻租观”, 现有研究已探索了多种企业内外部制度要素对于高管薪酬业绩敏感性的影响效果。组织文化作为非正式制度, 能够影响个体的价值观念与心理偏好, 从而影响经济主体间的认知、互动和策略选择, 有助于弥补薪酬契约的不完备性(Guiso et al., 2008)。姜付秀等(2015)认为, 企业内部共享并被普遍接受的文化能够引导组

组织成员的信念和偏好趋同,有利于解决和协调激励问题。因而,我们认为文化因素应当是影响高管薪酬业绩敏感性的重要方面。

三、理论分析与假设提出

(一) 诚信文化与高管薪酬业绩敏感性

作为高管薪酬契约设计中的核心关注点之一,薪酬业绩敏感性搭建起了委托人与代理人之间具体的利益联系,也成为双方利益博弈的着力点,此间涉及信息环境、交易结构、激励等诸多方面(刘慧龙,2017)。委托人能够直接控制与监督薪酬制度的制定、变更与废止,以达成提高激励并约束代理人的效果。但代理人并非完全被动,独特的人力资本价值赋予其斡旋的余地,使薪酬契约的设计更偏向于满足其自身的意愿。目前我国企业的薪酬契约仍有待完善,其中高管薪酬业绩敏感性更是关乎契约效率性的关键。作为重要的非正式制度,诚信文化可以通过影响薪酬契约需要处理的激励、信息环境等问题,影响委托代理双方对于薪酬业绩敏感性的选择。总体而言,诚信文化既可以减少企业业绩在反映高管努力程度方面的噪声,还能够通过约束高管的自利动机来减少薪酬干预行为,从而影响薪酬业绩敏感性。

诚信文化能够影响薪酬业绩敏感性,关键在于其可以为委托代理双方提供稳定的心理预期(戴治勇,2014),从而有效地减少契约关系中的隐瞒、猜忌甚至欺骗等行为,缓解信息不对称,营造较为良好的信息环境。在诚信文化导向的企业中,制度与规则的设计偏重于诚信理念,比如人才筛选机制、奖惩机制等,并且

组织成员无形中受到诚信价值观的心理约束,而声誉型信任的“连坐制”也会放大代理人的非诚信行为并加重其惩罚(张维迎和柯荣住,2002;刘凤委等,2009;Akerlof,1980),共享诚信价值观的组织成员对代理人形成外在的道德约束。因此,在这一情境下,在崇尚诚信文化的企业中,往往可以达成更具效率的信息传递,改善信息环境,并最终影响薪酬契约的选择。

具体而言,诚信文化对于薪酬业绩敏感性的影响主要体现在如下两个方面:首先,诚信文化增加了企业业绩的信息含量,从而可能对委托人薪酬契约选择产生影响。实践中广泛存在盈余管理现象,由于存在较高的盈余噪声,委托人难以使用业绩信息去判定代理人的努力程度(姜付秀等,2015)。当公司进行诚信文化建设时,高管更容易被监督和控制,其进行盈余操纵的机会减少,寻租动机也受到诚信价值观的约束,从而盈余质量有所提升(姜付秀等,2015)。总体而言,在诚信文化的作用下,企业业绩在度量代理人努力程度方面的“信息量”更为真实且丰富,依据最优薪酬契约的信息含量原则(Holmstrom,1979),委托人会倾向于增强薪酬与业绩之间的关联度。其次,依据“寻租观”,代理人会利用可能的寻租机会,使薪酬契约安排有利于自己,因而薪酬业绩敏感性往往取决于代理人的自利程度。具体而言,当代理问题严重时,由于代理人明确知晓代理问题很可能会负向影响业绩水平,出于利己动机的考虑,代理人会尽可能地降低业绩在薪酬契约中的考核权重(刘慧龙,2017)。已有研究发现,具有自利动机的代理人会设法降低薪酬业绩敏感性,从而摆脱企业业绩的束缚(Hill &

Phan, 1991)。但当企业奉行诚信理念时,由于受到外在诚信环境与内在诚信自觉的约束,代理人会减少其自利行为,也会因此更愿意选择与业绩关联度更高的薪酬契约,从而薪酬业绩敏感性有所提高。综上所述,本文提出假设1:

假设1:在其他条件相同的情况下,诚信文化建设有助于提升高管薪酬业绩敏感性。

(二) 不同产权性质下诚信文化与高管薪酬业绩敏感性的关系分析

在我国独特的制度背景下,产权性质是企业的核心特征,同时也是其进行后续制度安排的基础。国有企业与非国有企业在经营目标、激励机制乃至高管选拔等诸多方面均存有显著差异,可能会影响诚信文化的作用。首先,在薪酬契约设定上,国有企业对于公平性的关注不亚于效率性,高管薪酬普遍受到较多的政府干预,不同于非国有企业的薪酬设计更偏向于市场化。在国有企业高管立场上,他们更加关注职位晋升,对于薪酬激励的反应并不明显。因此,受到政府部门的管制与职业生涯激励的双重影响,国有企业高管的薪酬业绩敏感性并不是委托代理双方的核心利益关注点,往往缺乏弹性。因此,即使诚信文化能够改善信息环境,国有企业薪酬契约也可能并未改变。其次,国有企业具有天然的政治关联,往往会被赋予经济、社会乃至政治的多重任务(林毅夫和李志赞,2004),对于企业业绩的追求仅仅是其中经营目标的一部分。换言之,国有企业的经营业绩与高管努力程度及能力之间的因果关系模糊,而其他经营目标实现程度的信息亦难以掌握。因此,诚信文化缺乏发挥作用的基础,因为国有企业高管薪酬业绩敏感性并不能通过缓

解信息不对称来提高,其多元化的经营目标决定了薪酬契约具有特殊性。最后,相较于非国有企业而言,国有企业“准官员”式的行政变更更加频繁,他们往往难以分享高质量企业文化所带来的长期收益。由于“准官员”们对国有企业只存在短期代理责任,且变更频繁,他们更可能注重眼前利益,而忽视诚信的长远价值(张维迎和柯荣住,2002)。因此,国有企业的诚信文化建设往往流于形式,缺乏落实措施,很难对高管的机会主义行为产生影响。基于以上分析,提出以下假设:

假设2a:相比于国有企业,民营企业中诚信文化提升高管薪酬业绩敏感性的作用更强。

(三) 不同法律执行环境下诚信文化与高管薪酬业绩敏感性的关系分析

以往的研究发现,正式制度与非正式制度之间存在交互影响,并且在正式制度约束较弱的情况下,非正式制度对于经济活动效率的提升效应可能更为明显(Allen et al., 2005; 潘越等,2009)。诚信文化建设通过精神层面的指引与约束,为企业改善信息透明度低、传递效率低的问题,以及为约束代理人自利动机提供帮助,从而对高管薪酬契约产生一定影响。在这一逻辑中,诚信文化的核心作用在于改善信息环境与克制自利行为,但是一些正式制度也具有类似的作用,企业所面临的法律执行环境便是其中之一。具体而言,当企业处于良好的法律执行环境时,由于委托人与代理人均受到严格的法律约束,他们往往具有较高的契约遵守意识与行为边界意识,有利于双方之间形成稳定的心理预期,信息的扭曲与隐瞒得到一定程度的遏制,从而高管薪酬业绩敏感性可能处

于较为稳定且富有效率的状态,诚信文化发挥作用的空间有限。当法律执行环境有待完善时,正式制度的缺席促进了非正式制度的作用发挥,诚信文化建设在规制企业成员行为、抑制信息失真方面的效果更为明显,从而使薪酬契约效率得到显著提升。因此,理论上,诚信文化的治理效应在不同法律执行环境中存在差异,并且诚信文化的明显治理作用可能发生在法律制度较为薄弱地区的企业中。换言之,在外生的法律制度的治理与担保效应缺失的情境下,诚信文化及其所代表的隐性心理契约往往具有更强的治理效应。基于上述分析,提出如下假设:

假设 2b: 当法律执行环境较不完善时,诚信文化提升高管薪酬业绩敏感性的作用更强。

(四) 不同内部监督机制下诚信文化与高管薪酬业绩敏感性的关系分析

正式制度安排是多层次的,除了宏观层面的法律制度,还有微观层面的监督机制,它们都发挥着制约组织成员的作用。按照标准的委托代理理论,在企业信息透明度比较高的情况下,最优的薪酬契约应该是直接支付给代理人固定的薪水以覆盖其努力成本,此时诚信文化虽然提升了公司的信息透明度,却并不能促使委托人选择业绩型薪酬契约。但上述逻辑成立

的核心前提是委托人可以观测到代理人的行为,当企业内部的监督机制失效时,由于委托人无法有效地观察到代理人的行动抑或是观察成本过高,此时最优的契约仍是让代理人分享一部分由其行动产生的收益 (Holmstrom, 1979)。当监督机制较为完善时,企业可以通过强有力的监督系统,便捷及时地收集相关信息,以督促员工尽职尽责、纠正不当行为。此时,无论是会计盈余信息还是高管行为信息,均具有较好的真实性,诚信文化的影响有限。而企业成员缺乏监督机制的制约时,他们大多从自身利益出发,对于股东的利益关注不足,难以规范地遵循规定的行为准则。此时,诚信文化建设通过价值引领与群体伦理规范,能够发挥独特的治理作用,对薪酬业绩敏感性产生突出影响。因此,我们预期在监督机制完善的企业内,诚信文化对于薪酬业绩敏感性的提升作用相对有限,而在监督机制较为薄弱的样本内,诚信文化的作用效果会更强。基于上述分析,提出如下假设:

假设 2c: 当内部监督机制较不完善时,诚信文化提升高管薪酬业绩敏感性的作用更强。

综合上述理论分析,本文对于企业诚信文化建设与高管薪酬业绩敏感性的研究,遵循如下研究逻辑 (见图 1)。

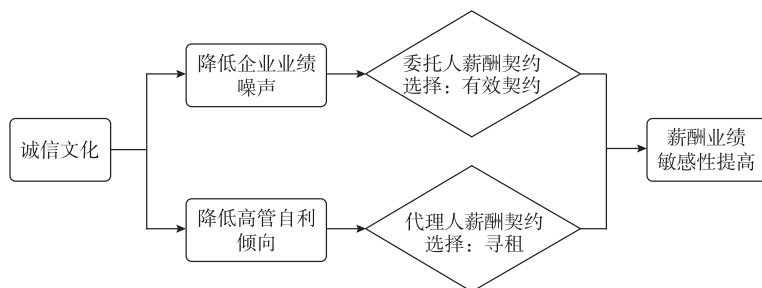


图 1 企业诚信文化建设与高管薪酬业绩敏感性研究逻辑

资料来源: 笔者整理。

四、研究设计

（一）数据来源与样本筛选

本文以沪、深两市 A 股上市公司为初始研究样本，数据区间为 2009~2014 年。企业诚信文化与产权性质数据均来自笔者的手工收集整理，财务数据及公司治理相关数据来自 CSMAR 和 IFIND 数据库，宏观经济信息主要来自中经网数据库以及由樊纲等（2011）编制的市场化进程指数。

在初始数据集的基础上，本文实施了如下筛选程序：①由于金融类上市公司迥异的财务结构，将之剔除；②剔除 ST 及上市状态异常的样本；③剔除重要变量缺失的样本。另外，对主要的连续变量，进行了 1% 和 99% 水平的缩尾处理。经过上述处理，最终得到 9257 个公司年度观测样本。

（二）诚信文化的度量

现有文献衡量企业诚信主要运用问卷调查方法（Guiso et al., 2015）与文本分析方法（姜付秀等，2015；潘健平等，2019）。鉴于问卷调查方式收集的样本量有限，并且数据容易受主观因素影响，本文采用文本分析法度量诚信文化，即通过企业披露的规范文本信息进行分析以获取文化特征数据。具体过程如下：

确定诚信文化的搜寻字段。鉴于诚信文化存在丰富的表达方式，本文把包含“真实客观，言行一致”这一基本含义的词汇都纳入诚信数据收集的字词集当中，最终选取以“诚信、诚实、真实、真诚、虔诚、信誉、信任、信用”为主的词汇。另外，本文剔除了那些在法律或

情境约束下被动的一般性陈述中出现的诚信关联词，比如“本企业坚持合法经营，诚实守信，尊重合作者的利益”。

选定诚信文化的数据收集路径。企业文化具有一定的稳定性，一经确立在短期内很难发生变化（Guiso et al., 2015）。但是，在企业存续过程中，文化在不同发展阶段可能会呈现不同表述或者侧重点发生变化，例如在控制权变更的企业中，文化价值观往往会改变（姜付秀等，2015）。由于企业文化“稳定性”与“可变性”并存，本文从多个渠道收集数据。借鉴姜付秀等（2015）的做法，依次通过公司官网、企业年报、内部控制评价报告这三条渠道获取企业诚信文化信息。一般而言，公司网站会实时更新，其中企业文化、公司简介及董事长寄语等模块会披露较为规范的企业文化信息。企业年报的表外部分与内部控制评价报告也可能披露文化信息，本文也从这两个渠道收集数据。

逐年翻阅企业 2009~2014 年的企业年报、内部控制评价报告并浏览官网信息，确定上述数据收集渠道中出现的诚信关联词，并统计出现的次数。若某年某企业的文化总述、核心价值观、企业精神及企业理念中含有其中的任何一个词汇，即认为该企业当年是以诚信文化为导向的，则企业诚信文化（*Integrity_dum*）这一虚拟变量赋值为 1，否则赋值为 0。另外，本文还统计了与诚信相关的表述的出现频数，以此构建诚信文化强度变量（*Integrity_sum*）。

（三）实证模型构建

高管薪酬业绩敏感性是企业薪酬契约效率性的重要测度（姜付秀等，2014），薪酬业绩敏感性越高，薪酬契约效率也就越高。建立如下

模型来考察诚信文化的影响:

$$Salary_{i,t} = \alpha_1 Roa_{i,t} + \alpha_2 Integrity_{i,t} + \alpha_3 Roa \times Integrity_{i,t} + Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,被解释变量 $Salary_{i,t}$ 是公司高管的当期薪酬水平,借鉴主流文献做法(辛清泉和谭伟强,2009),以前三名高管货币薪酬均值的对数($Salary$)衡量。公司业绩变量(Roa)为当期总资产回报率,在稳健性检验部分,使用经行业调整的总资产回报率(Adj_Roa)以及息税前利润率($Ebit$)作为其代理指标。 $Integrity_{i,t}$ 为企业诚信文化变量,主要使用诚信文化虚拟变量($Integrity_dum$)代理,在稳健性检验中亦采用诚信文化强度变量($Integrity_sum$)表示。系数 α_1 表示当公司业绩每增长一个单位,高管薪酬随之变化的程度;当变化程度越大时,薪

酬相对于业绩变动的敏感度越高;反之,则越低。本文重点关注 α_3 的取值,当 α_3 显著为正,则说明具有诚信文化时,高管薪酬业绩敏感度要高于没有诚信文化时的情况。

借鉴姜付秀等(2014)的做法,本文控制了相关的公司财务特征变量以及治理特征变量的影响,以 $Control_{i,t}$ 表示,包含企业规模($Size$)、资本结构(Lev)、成长性($Growth$)以及机构投资者制衡($Institution$)、前五大股东持股比例($Stock5$)、管理层持股(MSh)、独立董事比例($Inde$)、两职合一($Dual$)、董事会规模($Boardsize$)。另外,为了控制可能的宏观因素,模型不仅控制了年度效应与行业效应,还控制了地区经济增长(Inc_gdp)。主要变量的描述如表1所示。

表 1 变量定义

变量名称	变量符号	计算方法
高管薪酬	$Salary$	前三名高管薪酬均值
公司业绩	Roa	净利润/总资产
	Adj_Roa	经行业调整的总资产收益率
	$Ebit$	息税前利润率
诚信文化	$Integrity_dum$	诚信文化虚拟变量,当企业披露的规范文本信息中出现诚信及其关联词时取1,否则取0
	$Integrity_sum$	诚信文化强度变量
企业规模	$Size$	企业总资产的对数值
资本结构	Lev	总负债/总资产
成长性	$Growth$	本期销售收入增长量/上期销售收入
机构投资者制衡	$Institution$	机构投资者持股比例
前五大股东持股比例	$Stock5$	前五大股东持股比例
管理层持股	MSh	管理层持股比例
独立董事比例	$Inde$	独立董事人数/董事会规模
两职合一	$Dual$	若董事长和CEO由一人兼任则取1,否则取0
董事会规模	$Boardsize$	董事会董事人数取对数
所在地GDP增速	Inc_gdp	企业所在地GDP当年的增长率
企业产权性质	Soe	当为国有企业时取1,否则取0

续表

变量名称	变量符号	计算方法
监督机制	<i>Supervise</i>	运用主成分分析法构建
法律执行环境	<i>Law</i>	来源于樊纲等（2011）编制的市场化指数中的“市场中介组织的发育和法律制度环境指数”

资料来源：笔者整理。

五、实证结果及分析

（一）描述性统计

表 2 列示了主要变量的描述性统计结果。在研究样本中，因变量高管薪酬（*Salary*）的均值（515643.3）明显大于中位数（415016.7），且标

准差较大，表明样本企业的高管薪酬呈现为右偏分布的态势，多数企业的高管薪酬处于较低水平，并且样本公司之间的高管薪酬存在较强异质性。约有 1/3 的样本企业具有诚信文化导向，单从文本分析的角度来看，我国上市公司诚信文化建设已有一定的覆盖率。控制变量的取值均在正常范围内，无异常情况。

表 2 主要变量的基础性描述

变量	样本量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
<i>Salary</i>	9257	515643.3	415016.7	386516.3	71300	2315700
<i>Roa</i>	9257	0.040	0.035	0.050	-0.140	0.195
<i>Integrity_dum</i>	9257	0.358	0	0.479	0	1
<i>Integrity_sum</i>	9257	0.418	0	0.608	0	3
<i>Size</i>	9257	21.927	21.772	1.197	19.567	25.731
<i>Lev</i>	9257	0.455	0.458	0.207	0.052	0.887
<i>Growth</i>	9257	0.177	0.112	0.420	-0.574	3.045
<i>Institution</i>	9257	40.724	41.548	22.780	0.509	88.008
<i>Stock5</i>	9257	51.409	51.650	15.505	18.120	86.320
<i>MSH</i>	9257	0.044	0	0.113	0	0.563
<i>Inde</i>	9257	0.379	0.364	0.070	0.250	0.600
<i>Dual</i>	9257	0.226	0	0.418	0	1
<i>Boardsize</i>	9257	10.208	9	2.512	5	18
<i>Inc_gdp</i>	9257	0.119	0.104	0.051	0.034	0.244

注：为直观地进行描述性统计，该表报告了高管薪酬均值的基本特征，而在后文实证分析部分，参考现有文献的处理策略，对高管薪酬变量进行对数化处理。

资料来源：笔者整理。

（二）Pearson 相关系数检验

表 3 报告了主要变量的相关系数分析结果，无论是皮尔逊相关系数还是斯皮尔曼相关系数，主要解释变量企业业绩与诚信文化的交乘项（ $Roa \times Integrity_dum$ ）和被解释变量高管薪酬

（*Salary*）之间均呈现出显著的正向相关性。另外，企业业绩（*Roa*）和高管薪酬同样高度相关，初步表明薪酬与业绩之间存在一定的敏感性。上述结果尚未考虑其他控制变量的影响，仍需进行进一步回归检验。

表 3 相关系数分析

变量	Salary	Roa× Interty_dum	Interty_ dum	Roa	Size	Lev	Growth	Institution	Stock5	MSh	Inde	Dual	Boardsize	Inc_gdp
Salary	1	0.100***	0.027**	0.310***	0.400***	0.009	0.090***	0.220***	0.130***	0.140***	0.037***	0.032**	0.130***	-0.130***
Roa×Interty_dum	0.170***	1	0.810***	0.260***	0.020	-0.074***	0.130***	0.022*	0.067***	0.100***	0.038***	0.000	-0.047***	0.000
Interty_dum	0.035***	0.560***	1	-0.001	0.026*	0.039***	0.038***	-0.007	0.034**	0.053***	0.021*	-0.004	-0.037***	-0.022*
Roa	0.300***	0.470***	-0.002	1	-0.008	-0.420***	0.310***	0.150***	0.180***	0.200***	0.027*	0.031**	-0.048***	0.030**
Size	0.400***	0.009	0.035***	0.023*	1	0.470***	0.063***	0.340***	0.160***	-0.160***	0.003	-0.160***	0.250***	-0.011
Lev	0.002	-0.170***	0.039***	-0.390***	0.450***	1	0.010	0.150***	-0.081***	-0.270***	-0.061***	-0.130***	0.140***	0.120***
Growth	0.030**	0.100***	0.015	0.190***	0.048***	0.044***	1	0.054***	0.089***	0.110***	0.013	0.021*	-0.044***	0.200***
Institution	0.220***	0.071***	-0.006	0.180***	0.350***	0.150***	0.017	1	0.360***	-0.280***	-0.043***	-0.130***	0.130***	0.057***
Stock5	0.120***	0.088***	0.028**	0.170***	0.220***	-0.079***	0.098***	0.370***	1	-0.009	0.038***	0.006	0.042***	-0.062***
MSh	0.004	0.072***	0.028**	0.100***	-0.220***	-0.270***	0.043***	-0.320***	0.130***	1	0.095***	0.290***	-0.088***	-0.160***
Inde	0.042***	0.036***	0.023*	0.023*	0.026*	-0.058***	-0.012	-0.041***	0.045***	0.110***	1	0.072***	-0.055***	-0.087***
Dual	0.037***	-0.001	-0.004	0.016	-0.150***	-0.130***	0.008	-0.140***	-0.001	0.440***	0.079***	1	-0.110***	-0.081***
Boardsize	0.130***	-0.048***	-0.038***	-0.045***	0.260***	0.150***	0.017	0.130***	0.056***	-0.120***	-0.047***	-0.097***	1	-0.064***
Inc_gdp	-0.120***	0.009	-0.023*	0.048***	-0.015	0.120***	0.140***	0.061***	-0.066***	-0.120***	-0.091***	-0.084***	-0.063***	1

注：下三角部分为变量间的皮尔逊相关系数，上三角部分为变量间的斯皮尔曼相关系数；*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1%水平上显著。
资料来源：笔者整理。

（三）诚信文化对高管薪酬业绩敏感性的影响效应检验

表4报告了诚信文化与高管薪酬业绩敏感性的回归结果。第（1）列为未加入各种控制变量的回归结果，其中公司业绩（*Roa*）的系数为3.9571，在1%水平上显著，这表明中国上市公司高管薪酬契约已具有较强的业绩敏感性特征。本文所关注的核心变量——诚信文化与公司业绩的交互项（ $Roa \times Integrity_dum$ ）的回归系数为0.4894，在10%水平上显著。该结果表明在倡导诚信文化的企业中，高管薪酬的提升将更加依赖于其所取得的具体业绩，相较于其他公司而言，以诚信为文化导向的样本公司的薪酬契约具有更高的效率性。第（2）列同样

控制了年度效应和行业效应，并加入一系列控制变量，交互项（ $Roa \times Integrity_dum$ ）系数依然显著。这说明在控制各种异质性条件后，诚信文化对于高管薪酬契约仍具有明显的治理效应，假设1得以证实。另外，相较于第（1）列而言，第（2）列的 Adj_R^2 明显提升，一定程度上说明了模型的合理性。各控制变量的回归结果亦符合现有的理论预期：资产负债率（*Lev*）的系数显著为负，即高负债公司的高管薪酬往往较低，一定程度上体现了负债的治理效应，与姜付秀等（2014）的研究结论一致；两职合一（*Dual*）的系数显著为正，与权小锋等（2010）对于管理者权力可招致更高的货币薪酬这一论断相一致。

表4 诚信文化与薪酬业绩敏感性

变量	(1)		(2)	
	Salary		Salary	
<i>Roa</i>	3.9571 ***	(24.70)	3.3396 ***	(20.61)
<i>Integrity_dum</i>	0.0411 **	(2.37)	0.0120	(0.77)
$Roa \times Integrity_dum$	0.4894 *	(1.78)	0.7492 ***	(3.03)
<i>Size</i>			0.2381 ***	(37.59)
<i>Lev</i>			-0.1289 ***	(-3.32)
<i>Growth</i>			-0.0623 ***	(-4.34)
<i>Institution</i>			0.0019 ***	(5.91)
<i>Stock5</i>			-0.0014 ***	(-3.29)
<i>MSh</i>			0.0492	(0.76)
<i>Inde</i>			-0.0563	(-0.66)
<i>Dual</i>			0.0973 ***	(6.27)
<i>Boardsize</i>			0.0085 ***	(3.50)
<i>Inc_gdp</i>			-1.9474 ***	(-9.08)
<i>Constant</i>	12.1171 ***	(246.49)	7.2880 ***	(54.44)
<i>Year & Ind</i>	控制	控制		
<i>N</i>	9257		9257	
<i>Adj_R²</i>	0.171		0.335	

注：括号中的数字为t值；*、**、***分别表示在10%、5%、1%水平上显著。

资料来源：笔者整理。

（四）诚信文化影响高管薪酬业绩敏感性的作用机制探讨

前文结论初步证实了基于委托代理理论的理论解释，即诚信文化建设提升了高管薪酬业绩敏感性。为了进一步厘清并论证其中的影响路径，本文借鉴刘慧龙（2017）的研究，进行了中介机制检验。具体地，本文选取盈余管理指标反映业绩信息质量，选取在职消费比率反映高管的自利行为。检验过程如下：首先，实证探讨诚信文化导向是否降低了企业盈余管理水平（在职消费比率）；其次，采用回归方式检验高管盈余管理行为（在职消费比率）是否会对薪酬业绩敏感性产生影响；最后，将盈余噪声（自利动机）代理变量与企业业绩的交互项放入主回归模型中，观察诚信文化的作用是否减弱。实证结果如表 5 所示：第（1）列中，盈余管理（*Em*）与企业诚信文化（*Integrity*）的系数为-0.0029，在 5%的水平上显著，表明诚

信文化建设有利于减少盈余管理行为；第（2）列中，盈余管理与公司绩效的交乘项（*Em*×*Roa*）的系数为-11.4430，在 1%的水平上显著，说明盈余管理降低了高管薪酬业绩敏感性；第（3）列中，同时加入诚信文化与盈余管理变量，诚信文化与企业绩效的交乘项（*Roa*×*integrity_dum*）变为 0.6229，相较于主回归表中系数（0.7492）有所降低，由此可说明企业诚信文化一定程度上通过降低盈余管理水平来提升高管薪酬业绩敏感性。在自利行为机制检验中，企业诚信文化有利于减少高管在职消费（系数为-0.0046），而高管在职消费降低了薪酬业绩敏感性（系数为-3.1860），同时考虑企业诚信文化与高管在职消费时，诚信文化对高管薪酬业绩敏感性的影响程度减弱（系数为 0.6042）。上述检验证明了前文作用路径的存在。

表 5 作用机制探讨

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	业绩噪声机制			自利行为机制		
	<i>Em</i>	<i>Salary</i>	<i>Salary</i>	<i>Perk</i>	<i>Salary</i>	<i>Salary</i>
<i>Roa</i>	0.0623*** (4.27)	4.6389*** (23.68)	4.4055*** (20.50)	-0.2627*** (-13.80)	4.0713*** (22.57)	3.8511*** (19.09)
<i>Em</i>		0.5158*** (4.27)	0.5142*** (4.26)			
<i>Em</i> × <i>Roa</i>		-11.4430*** (-7.47)	-11.2196*** (-7.32)			
<i>Perk</i>					0.4453*** (5.81)	0.4409*** (5.74)
<i>Perk</i> × <i>Roa</i>					-3.1860*** (-3.25)	-3.0849*** (-3.14)
<i>Integrity_dum</i>	-0.0029** (-2.28)		0.0166 (1.06)	-0.0046*** (-2.81)		0.0205 (1.31)

续表

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	业绩噪声机制			自利行为机制		
	<i>Em</i>	<i>Salary</i>	<i>Salary</i>	<i>Perk</i>	<i>Salary</i>	<i>Salary</i>
<i>Roa</i> × <i>Integrity_dum</i>			0.6229** (2.51)			0.6042** (2.44)
<i>Size</i>	-0.0051*** (-7.78)	0.2408*** (37.81)	0.2407*** (37.81)	-0.0136*** (-15.86)	0.2434*** (37.97)	0.2433*** (37.96)
<i>Lev</i>	0.0417*** (10.33)	-0.1116*** (-2.85)	-0.1188*** (-3.04)	-0.0957*** (-18.16)	-0.0817** (-2.07)	-0.0894** (-2.27)
<i>Growth</i>	0.0284*** (19.03)	-0.0612*** (-4.18)	-0.0620*** (-4.23)	-0.0129*** (-6.61)	-0.0574*** (-3.99)	-0.0579*** (-4.03)
<i>Institution</i>	-0.0001*** (-3.02)	0.0018*** (5.54)	0.0018*** (5.59)	0.0001** (2.13)	0.0018*** (5.74)	0.0018*** (5.78)
<i>Stock5</i>	0.0001*** (2.70)	-0.0015*** (-3.39)	-0.0015*** (-3.44)	-0.0004*** (-6.91)	-0.0013*** (-2.88)	-0.0013*** (-2.94)
<i>MSh</i>	-0.0074 (-1.10)	0.0482 (0.75)	0.0447 (0.69)	0.0204** (2.33)	0.0509 (0.79)	0.0462 (0.72)
<i>Inde</i>	-0.0088 (-1.00)	-0.0507 (-0.60)	-0.0583 (-0.69)	0.0055 (0.48)	-0.0535 (-0.63)	-0.0611 (-0.72)
<i>Dual</i>	0.0045*** (2.81)	0.0946*** (6.08)	0.0961*** (6.18)	0.0010 (0.49)	0.0944*** (6.10)	0.0961*** (6.21)
<i>Boardsize</i>	-0.0001 (-0.42)	0.0084*** (3.47)	0.0088*** (3.62)	0.0011*** (3.24)	0.0077*** (3.20)	0.0081*** (3.35)
<i>Inc_gdp</i>	-0.0307 (-1.38)	-1.9587*** (-9.09)	-1.9391*** (-9.01)	-0.0170 (-0.58)	-1.9635*** (-9.17)	-1.9448*** (-9.09)
<i>Constant</i>	0.1650*** (11.87)	7.1698*** (52.96)	7.1648*** (52.96)	0.4330*** (23.86)	7.0963*** (51.55)	7.0919*** (51.54)
<i>Year & Ind N</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
	9257	9257	9257	9257	9257	9257
<i>Adj_R²</i>	0.08	0.34	0.34	0.23	0.34	0.34

注：括号中的数字为t值；*、**、***分别表示在10%、5%、1%水平上显著。

资料来源：笔者整理。

（五）诚信文化影响高管薪酬业绩敏感性的异质性检验

为了检验不同产权性质、外部法律执行环境以及内部监督机制的影响，借鉴连玉君等（2010）的做法，采用“分组+自抽样法”

（Bootstrap）的方法，对不同样本组中诚信文化的治理效应进行检验。

1. 产权性质差异的影响

将研究样本按照产权属性进行分组，分别考察国有和非国有样本组内诚信文化的治理效

果,回归结果如表6所示。第(1)列为国有样本组回归结果,交互项的系数为正但是并不显著,而第(2)列的民营企业样本组中,系数为正并且在1%的水平上显著。更进一步地,Bootstrap检验结果显示系数差异的经验P值为0.085,在10%的水平上显著,表明民营企业中诚信文化的边际影响高于国有企业这一结果是显著的。分组回归的结果充分表明,诚信文化的治理效应会受到公司自身产权制度安排的影响,其对于薪酬业绩敏感性的提升在非国有样本中更为明显,假设2a得以证实,另外,值得补充说明的是,第(2)列中,诚信文化虚拟变量 *Integrity_dum* 的系数显著为负,这和 Kanagaretnam 等(2016)的研究发现一致,即诚信文化一定程度上也可以降低非国有企业高管的道德风险水平,此种情况下企业不再需要支付高昂的薪酬以激励高管勤勉尽责,但与此同时,高管薪酬与其所取得的具体业绩间有着更高的敏感度,这说明,尽管诚信文化降低了非国有企业高管的薪酬绝对值,却提高了其与高管业绩之间的挂钩程度,让业绩更高的高管获得了更高的薪酬。

2. 外部法律执行环境差异的影响

为验证非正式的诚信文化与法治环境之间可能存在的替代效应,本文使用法律执行环境指数作为反映地区法治环境的变量,并按其中位数对样本公司分组(余明桂和潘红波,2008;翟胜宝等,2015)。该指数由企业外部金融机构、律师和审计师事务所、行业协会等外部治理组织的发育程度以及地区法律保护的健全程

度等指标合成而来,可作为外生法治制度的有效测度(黄继承等,2014)。分组回归结果如表6所示,第(3)列中交互项系数为0.5511,于5%水平上显著,但其系数大小与显著性均明显低于第(4)列的回归结果。此外,组间系数差异为1.2371,在5%的水平上显著,进一步说明在外部制度环境不同的情况下,诚信文化的治理效应存在差异。以上结果证实,作为非正式制度的诚信文化与法律制度环境间存有一定的替代效应,企业诚信文化对于高管薪酬契约的治理作用在外生正式制度相对薄弱的地区更为显著,假设2b得以验证。

3. 内部监督机制差异的影响

借鉴方红星和金玉娜(2013)的研究,本文通过主成分分析法构建了衡量公司监督机制有效性的指数。具体而言,选取的指标为:第一大股东持股比例、第二至第五大股东持股比例之和、机构投资者持股比例、董事会规模、独立董事占比、董事长与总经理是否兼任、监事会规模、董事会会议次数以及监事会会议次数。随后按监督机制指数的行业年度中位数进行样本分组与回归分析,结果如表6所示,第(5)列中交互项的系数为正但并不显著,而第(6)列中交互项的系数显著为正,且系数差异在10%的水平上显著。该结果说明作为非正式制度的诚信文化与企业内部监督机制之间存有一定的替代效应,即企业诚信文化对于高管薪酬激励的治理作用在内部正式制度相对薄弱的企业中更为显著,假设2c得证。

表 6 不同情境下的诚信文化与薪酬业绩敏感性

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	按产权属性分组		按法律执行环境分组		按内部监督机制分组	
	国有	民营	完善	薄弱	完善	薄弱
	Salary	Salary	Salary	Salary	Salary	Salary
<i>Roa</i>	3.8074 *** (16.48)	2.6341 *** (11.60)	3.2341 *** (18.09)	3.1705 *** (8.86)	3.4560 *** (14.41)	3.2006 *** (14.55)
<i>Integrity_dum</i>	0.0606 *** (3.00)	-0.0526 ** (-2.23)	0.0177 (1.02)	-0.0055 (-0.16)	0.0420 ** (2.01)	-0.0131 (-0.57)
<i>Roa×Integrity_dum</i>	0.4319 (1.23)	1.1978 *** (3.46)	0.5511 ** (2.04)	1.7882 *** (3.14)	0.2625 (0.74)	1.0813 *** (3.13)
<i>Size</i>	0.2231 *** (27.35)	0.2790 *** (26.35)	0.2441 *** (35.69)	0.2155 *** (14.16)	0.2211 *** (25.03)	0.2619 *** (28.78)
<i>Lev</i>	-0.1304 ** (-2.45)	-0.1174 ** (-2.07)	-0.1137 *** (-2.66)	-0.1100 (-1.25)	-0.1237 ** (-2.29)	-0.0844 (-1.50)
<i>Growth</i>	-0.0237 (-1.18)	-0.1133 *** (-5.60)	-0.0499 *** (-3.07)	-0.0794 *** (-2.77)	-0.0588 *** (-2.85)	-0.0723 *** (-3.62)
<i>Institution</i>	0.0013 *** (2.77)	0.0024 *** (5.61)	0.0020 *** (5.98)	0.0009 (1.12)	0.0022 *** (4.65)	0.0018 *** (4.04)
<i>Stock5</i>	-0.0018 *** (-2.72)	-0.0001 (-0.21)	-0.0014 *** (-2.92)	-0.0026 ** (-2.46)	-0.0005 (-0.74)	-0.0027 *** (-4.29)
<i>MSH</i>	2.3122 *** (4.02)	0.0709 (0.98)	0.0570 (0.86)	-0.4044 (-1.63)	1.8806 *** (3.09)	0.0156 (0.22)
<i>Inde</i>	0.0725 (0.61)	-0.1486 (-1.25)	-0.2126 ** (-2.33)	0.3596 * (1.72)	-0.0397 (-0.31)	-0.1810 (-1.57)
<i>Dual</i>	0.0535 ** (2.12)	0.0992 *** (4.95)	0.0742 *** (4.56)	0.1855 *** (4.16)	0.0265 (0.77)	0.0766 *** (4.07)
<i>Boardsize</i>	0.0044 (1.39)	0.0153 *** (4.14)	0.0127 *** (4.72)	-0.0001 (-0.01)	0.0052 (1.56)	0.0129 *** (3.66)
<i>Inc_gdp</i>	-1.7346 *** (-6.67)	-2.1556 *** (-6.00)	-3.1088 *** (-11.38)	0.9914 ** (2.46)	-1.8635 *** (-6.57)	-1.9896 *** (-6.14)
<i>Constant</i>	7.4689 *** (44.00)	6.4339 *** (28.32)	7.3816 *** (49.92)	7.2923 *** (23.75)	7.5165 *** (40.36)	6.8767 *** (35.77)
<i>Year & Ind</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	4544	4713	7532	1725	4589	4668
<i>Adj_R²</i>	0.40	0.31	0.35	0.37	0.35	0.35
组间系数差异	-0.7659 *		-1.2371 **		-0.8188 *	
实证 P 值	0.085		0.035		0.07	

注：括号中的数字为 t 值；*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1%水平上显著。

资料来源：笔者整理。

（六）稳健性检验与内生性问题

1. 稳健性检验

为测试实证结果的稳定性，本文进行了一系列回归调整，结果如表 7 所示。第（1）列使用诚信强度（*Integrity_sum*）作为诚信文化的代理变量，交互项（*Roa*×*Integrity_sum*）系数仍显著为正，表明企业的诚信文化强度可以正向调节薪酬业绩敏感度，即诚信文化强度越高，高管薪酬契约的效率性也越高。考虑到公司业绩中可能存在“运气”成分，借鉴姜付秀等（2014）的研究，使用当期行业业绩均值对公司

业绩进行平减，作为业绩的代理变量，记为经行业调整的资产回报率（*Adj_Roa*）。第（2）列展示了回归结果，各主要变量的回归系数并未发生明显的符号改变。第（3）列使用息税前利润率（*Ebit*）代理公司业绩，第（4）列使用具有代表性的制造业样本重述回归，交互项系数依旧存有正向显著的数据特征。第（5）列使用下一年度的高管薪酬数据作为因变量，交互项系数依然显著为正。上述回归调整充分证明了前文结论的稳健性。

表 7 稳健性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	诚信文化强度	行业调整 <i>Roa</i>	使用 <i>Ebit</i>	制造业样本	下一年薪酬
	<i>Salary</i>	<i>Salary</i>	<i>Salary</i>	<i>Salary</i>	<i>Fsalary</i>
<i>Roa</i>	3.3833*** (21.27)			3.7036*** (18.28)	3.2209*** (19.89)
<i>Integrity_sum</i>	0.0069 (0.55)				0.0032 (0.20)
<i>Roa</i> × <i>Integrity_sum</i>	0.5271*** (2.69)				1.0063*** (4.08)
<i>Adj_Roa</i>		2.3070*** (16.94)			
<i>Integrity_dum</i>		0.0445*** (3.62)	0.0082 (0.45)	0.0059 (0.30)	
<i>Adj_Roa</i> × <i>Integrity_dum</i>		0.4930** (2.25)			
<i>Ebit</i>			2.7595*** (19.01)		
<i>Ebit</i> × <i>Integrity_dum</i>			0.5689** (2.47)		
<i>Roa</i> × <i>Integrity_dum</i>				0.9685*** (3.24)	
<i>Size</i>	0.2381*** (37.58)	0.2468*** (38.78)	0.2439*** (38.52)	0.2427*** (29.00)	0.2224*** (35.13)

续表

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	诚信文化强度	行业调整 Roa	使用 Ebit	制造业样本	下一年薪酬
	<i>Salary</i>	<i>Salary</i>	<i>Salary</i>	<i>Salary</i>	<i>Fsalary</i>
<i>Lev</i>	-0.1267 *** (-3.26)	-0.2678 *** (-7.07)	-0.2761 *** (-7.46)	-0.1957 *** (-3.94)	-0.1100 *** (-2.84)
<i>Growth</i>	-0.0624 *** (-4.35)	-0.0365 ** (-2.54)	-0.0544 *** (-3.78)	-0.0816 *** (-4.12)	0.0074 (0.52)
<i>Institution</i>	0.0019 *** (5.98)	0.0023 *** (7.40)	0.0020 *** (6.31)	0.0020 *** (4.97)	0.0017 *** (5.28)
<i>Stock5</i>	-0.0015 *** (-3.37)	-0.0014 *** (-3.25)	-0.0013 *** (-3.02)	-0.0010 * (-1.76)	-0.0011 ** (-2.52)
<i>MSh</i>	0.0521 (0.81)	0.1108 * (1.70)	0.0821 (1.27)	-0.0271 (-0.34)	-0.0195 (-0.30)
<i>Inde</i>	-0.0556 (-0.66)	-0.0559 (-0.65)	-0.0501 (-0.59)	0.0290 (0.27)	-0.1689 ** (-1.99)
<i>Dual</i>	0.0977 *** (6.30)	0.0919 *** (5.87)	0.0955 *** (6.13)	0.1131 *** (5.87)	0.1055 *** (6.81)
<i>Boardsize</i>	0.0084 *** (3.46)	0.0080 *** (3.25)	0.0083 *** (3.40)	0.0138 *** (4.30)	0.0089 *** (3.68)
<i>Inc_gdp</i>	-1.9530 *** (-9.11)	-1.9367 *** (-8.94)	-1.9432 *** (-9.02)	-2.2524 *** (-8.14)	-1.7566 *** (-8.20)
<i>Constant</i>	8.3683 *** (62.55)	8.3012 *** (61.37)	8.2708 *** (61.72)	8.4486 *** (47.85)	8.8686 *** (66.35)
<i>N</i>	9257	9257	9257	5696	9249
<i>Adj_R²</i>	0.335	0.321	0.329	0.350	0.317

注：括号中的数字为 t 值；*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 水平上显著。

资料来源：笔者整理。

2. 倾向得分匹配控制

在管理实践中，上市公司是否具有诚信文化并不会服从随机分布，而会受到多方面因素的影响。为解决这一问题，使用倾向匹配得分法对样本选择偏差进行控制。具体地，参考姜付秀等（2015）以及翟胜宝等（2015）的研究设计，构建诚信文化导向的 Probit 选择模型：

$$Prob(Integrity = 1) = \beta_1 Size + \beta_2 Lev + \beta_3 Growth + \beta_4 Listage + \beta_5 Edu + \beta_6 MeanGdp + \varepsilon \quad (2)$$

模型（2）中，影响企业是否建立诚信导向文化的因素有资产规模、资本结构、成长性、上市年龄、企业所在地教育水平（*Edu*）以及人均 GDP（*Meangdp*）。运行第一阶段 Probit 模型以估计出样本公司建立诚信文化的概率值（*pscore*），同时对每家建立诚信导向文化的公司，找出当年概率得分最为接近的非诚信文化公司形成配对。经过上述处理，最终得到 6624 家公司年度观测样本。在此基础上，重述前文

回归, 结果如表 8 所示。第 (1) 列展示了样本配对后的回归结果, 交互项 ($Roa \times Integrity_dum$) 的系数仍然显著, 第 (2) 列则以经行业

调整的资产收益率 (Adj_Roa) 代理公司业绩, 交互项系数 ($Adj_Roa \times Integrity_dum$) 依然正向显著。

表 8 倾向匹配得分控制

变量	(1)		(2)	
	Salary		Salary	
<i>Roa</i>	3.1936 ***	(15.40)		
<i>Integrity_dum</i>	0.0032	(0.19)	0.0384 ***	(2.79)
<i>Roa</i> × <i>Integrity_dum</i>	0.8274 ***	(3.05)		
<i>Adj_Roa</i>			2.1795 ***	(12.37)
<i>Adj_Roa</i> × <i>Integrity_dum</i>			0.5752 **	(2.38)
<i>Size</i>	0.2459 ***	(33.64)	0.2533 ***	(34.39)
<i>Lev</i>	-0.1681 ***	(-3.67)	-0.3099 ***	(-6.92)
<i>Growth</i>	-0.0564 ***	(-3.41)	-0.0298 *	(-1.80)
<i>Institution</i>	0.0019 ***	(5.14)	0.0023 ***	(6.49)
<i>Stock5</i>	-0.0017 ***	(-3.29)	-0.0017 ***	(-3.27)
<i>MSh</i>	0.0309	(0.42)	0.0852	(1.15)
<i>Inde</i>	-0.0846	(-0.86)	-0.0810	(-0.81)
<i>Dual</i>	0.0861 ***	(4.71)	0.0794 ***	(4.30)
<i>Boardsize</i>	0.0063 **	(2.22)	0.0057 **	(1.99)
<i>Inc_gdp</i>	-2.1625 ***	(-8.58)	-2.1625 ***	(-8.48)
<i>Constant</i>	7.1684 ***	(46.62)	7.1297 ***	(45.79)
<i>Year & Ind</i>	控制		控制	
<i>N</i>	6624		6624	
<i>Adj_R²</i>	0.34		0.33	

注: 括号中的数字为 t 值; *, **, *** 分别表示在 10%、5%、1% 水平上显著。

资料来源: 笔者整理。

3. 安慰剂检验

主回归的结果可能在任何诚信分布下都成立, 在这一假设前提下, 原有的计量检验尽管具有鲜明的统计意义, 但亦有可能是“虚假回归”的结果。为排除该情况, 参考许年行和李哲 (2016) 以及潘越等 (2017) 的研究, 进行了如下的安慰剂检验:

(1) 为每个公司随机分配当年企业是否具

有诚信文化, 该随机分配过程共进行了 1000 次, 并形成了 1000 个随机的公司诚信文化分布。

(2) 将随机顺序的诚信文化企业分布代替原有的诚信文化分布, 并模拟生成企业业绩与诚信文化的交互项。

(3) 运行主效应回归模型, 并记录回归结果。若主回归的结果在任何诚信公司分布下都

成立，那么上述回归的结果理应皆显著。从图2中可以看出，回归结果的T值的分布较为符合正态分布的特征，显著为正与显著为负的概率

均较低，且两者间的占比差异较小，从而否定了原有回归结果可能在任何诚信公司分布下都成立这一情况。

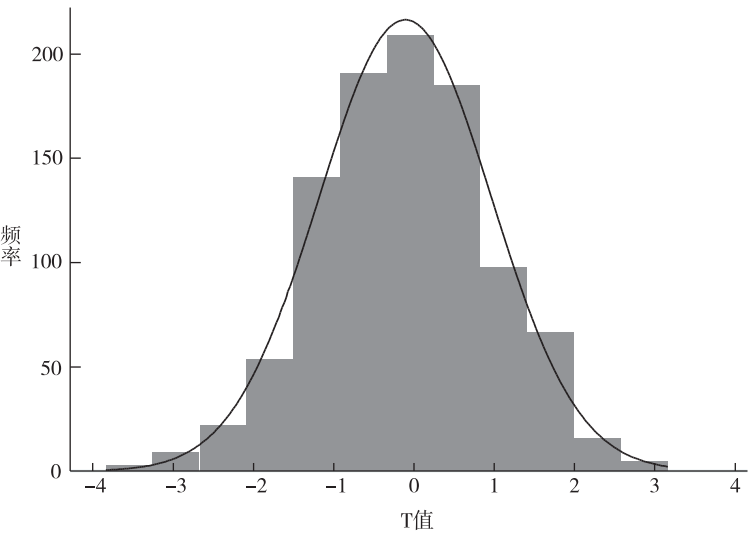


图2 安慰剂检验（1000次）结果记录

资料来源：笔者整理。

4. 企业诚信文化的衡量偏误检验

本文使用文本分析的方法构建诚信文化的代理指标，但该指标是否能够有效反映企业真实的诚信文化建设现状？若其与企业实际的文化属性相去甚远，则诚信变量将存在严重的衡量偏误。因此，借鉴已有研究，本文借助三组变量进行有效性检验：企业社会责任得分（CSR）、企业是否被证监会处罚（Punishment）以及企业是否卷入诉讼纠纷（Litigation）。其

中，企业社会责任得分变量是对数化的润灵环球社会责任评价数据，而由于后两个变量均是虚拟变量，采用 Probit 模型回归。

实证检验结果如表9所示，诚信文化与这三组变量均具有显著的相关性，即诚信文化导向的企业社会责任得分更高，更不可能被监管机构处罚，更少卷入诉讼纠纷。这为诚信文化变量的代理有效性提供了充分保证，一定程度上降低了变量衡量偏误的内生性困扰。

表9 诚信文化代理变量的有效性检验

变量	(1)		(2)		(3)	
	社会责任得分		是否被证监会处罚		是否存在诉讼纠纷	
	CSR		Punishment		Litigation	
<i>Integrity_dum</i>	0.0259 **	(2.10)	-0.1094 *	(-1.95)	-0.1068 ***	(-2.76)

续表

变量	(1)		(2)		(3)	
	社会责任得分		是否被证监会处罚		是否存在诉讼纠纷	
	CSR		Punishment		Litigation	
<i>Roa</i>	0.0005	(0.00)	-1.6109***	(-2.71)	-1.3594***	(-3.01)
<i>Size</i>	0.0805***	(13.08)	-0.1071***	(-3.75)	-0.0183	(-0.94)
<i>Lev</i>	-0.2032***	(-4.63)	0.5031***	(3.03)	0.8025***	(6.72)
<i>Growth</i>	0.0064	(0.37)	-0.0823	(-1.23)	0.0714*	(1.69)
<i>Institution</i>	0.0009***	(2.61)	-0.0054***	(-3.65)	-0.0023**	(-2.26)
<i>Stock5</i>	0.0017***	(3.83)	-0.0030	(-1.52)	-0.0008	(-0.59)
<i>MSh</i>	0.1744**	(1.98)	-0.1798	(-0.62)	-0.6973***	(-3.33)
<i>Inde</i>	0.1840**	(2.17)	-0.5750	(-1.47)	-0.0991	(-0.39)
<i>Dual</i>	-0.0174	(-1.00)	0.0820	(1.23)	0.0691	(1.47)
<i>Boardsize</i>	0.0091***	(3.90)	0.0357***	(3.45)	0.0054	(0.73)
<i>Inc_gdp</i>	-0.3903*	(-1.82)	0.7575	(0.76)	0.8244	(1.11)
<i>Constant</i>	1.2720***	(9.73)	0.4838	(0.80)	-6.1348	(-0.07)
<i>Year & Ind</i>	控制		控制		控制	
<i>N</i>	2624		9257		9257	
<i>Adj_R²/Pseudo R²</i>	0.296		0.055		0.116	

注：括号中的数字为t(z)值；*、**、***分别表示在10%、5%、1%水平上显著。

资料来源：笔者整理。

六、结论与启示

使用上市公司样本，本文研究了作为非正式制度的诚信文化与高管薪酬业绩敏感性之间的互动关系。研究结论显示：①从总体上看，企业诚信文化具有一定的治理作用，能够有效提升高管薪酬契约的业绩敏感性，并且在经过内生性控制、变量替换以及样本调整等一系列稳健性处理之后，其治理效应依然显著存在。②机制检验的结果表明，诚信文化通过降低业绩信息噪声、约束高管的自利动机对高管薪酬业绩敏感性产生影响。③进一步分组研究的结果表明，诚信文化的作用效果受到企业内外部制度情境的影响：相较于国有企业而言，诚信

文化的治理效应在非国有企业样本中更强；作为非正式制度的诚信文化与正式制度之间存在替代关系，即在法律执行环境较差以及自身监督机制建设较为薄弱的企业样本中，诚信文化的治理效应更加凸显。

基于研究结论，本文得到如下启示：首先，已有文献十分强调诚信文化对于交易成本的影响效应，例如刘凤委等（2009）就发现，社会诚信度越高，企业越容易获得不需要银行作为第三方承兑机构，但融资成本明显更低的应收账款式商业信用融资。Kanagaretnam等（2016）同样将薪酬视为企业所有者为降低高管道德风险所付出的交易成本，结果表明，社会诚信度降低了高管薪酬，但本文的发现却表明，作为一项珍贵的社会美德，倡导诚信文化的企业，

其高管的薪酬水平往往更多地取决于高管业绩。这启发我们，也许不能单纯地将高管薪酬视为股东为平抑道德风险所付出的交易成本，因为若是按此推导，也意味着讲求诚信者反而会获得更低的经济激励，而这在现实的管理实践中是难以持续的。某种意义上，本文的结论表明，高管薪酬，或者更进一步的企业激励机制，同样具有一定的互惠含义，在倡导诚信的企业中，高管的薪酬将更多地取决于其所获取的业绩。在这种情况下，业绩更高的高管能够收获更高的薪酬，而企业同样取得了相应的业绩，薪酬契约将更富互惠特质，侧面表明诚信这一美德，不仅能够影响交易成本，同样也能够进一步推动善制（亦即富有互惠特质的薪酬契约）的落地。

其次，作为本文的主题，源于诚信的公司治理效应一定程度上揭示了良好的精神层文化建设（诚信文化）可以优化企业制度层文化设计（高管薪酬业绩敏感性）。这不仅说明通过借助文化治理这一“软手段”来实现公司治理这一管理路径是切实可行的，也提示企业在进行自身的管理实践时，应充分吸纳以诚信文化为代表的优秀传统文化作为精神内核，在不忽略正式制度建设的前提下，融入一些颇具东方智慧的传统元素，也许能对企业自身的制度升级更有裨益。

最后，由于数据获取渠道以及笔者能力有限，本文亦存在一定的不足。本文采用文本分析的方法构建企业诚信文化变量，在文本来源上尽可能地涵盖可能存在企业诚信文化表述的部分，并且也对指标的衡量偏误进行了检验，尽管做出了一些努力，但是仍然无法忽视诚信

文化度量方面的主观性问题。具体而言，通过抓取的关键词反映企业的诚信文化建设状况，可能存在企业的诚信表述与实际诚信行为不一致的问题，以及忽视那些尚未广泛宣传自身诚信文化特质企业的问题。未来相关研究可以尝试完善企业诚信文化的指标体系，更多地从企业行为角度设置指标，如在纳税过程中的诚信行为、销售商品的诚信行为等，从而在此基础上，对诚信文化与其他正式制度之间的交互影响进行深入探究。

接受编辑：梁建

收稿日期：2019年8月21日

接受日期：2022年2月17日

作者简介：

汪顺，现为安徽大学商学院会计系讲师，于暨南大学管理学院取得博士学位，先后于《管理世界》《财贸经济》《管理学报》《经济评论》等CSSCI期刊发表学术论文多篇，目前主要关注公司治理、环境会计等领域研究。

任侨（通讯作者，E-mail: q112410@139.com），暨南大学经济学院博士研究生，先后于《管理学报》《改革》等CSSCI期刊发表学术论文多篇，目前主要关注公司治理领域研究。

谢素娟，现为中国海洋大学管理学院教授，于英国剑桥大学取得博士学位，先后于 *Journal of Corporate Finance*、*Emerging Markets Review*、*Entrepreneurship Theory & Practice*、*Accounting & Finance* 和《管理科学学报》等期刊发表学术论文多篇，主持参与多项国家级科研项目。目前

主要关注国企改革、高管激励制度、公司治理等领域研究。

参考文献

[1] 卜美文:《公司诚信文化与创新研发操纵行为》,《当代财经》,2020年第11期。

[2] 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年第10期。

[3] 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年第9期。

[4] 戴治勇:《法治、信任与企业激励薪酬设计》,《管理世界》,2014年第2期。

[5] 戴亦一、张鹏东、潘越:《老赖越多,贷款越难?——来自地区诚信水平与上市公司银行借款的证据》,《金融研究》,2019年第8期。

[6] 樊纲、王小鲁、朱恒鹏:《中国市场化指数:各地区市场化相对进程2011年报告》,经济科学出版社2011年版。

[7] 方红星、金玉娜:《公司治理、内部控制与非效率投资:理论分析与经验证据》,《会计研究》,2013年第7期。

[8] 黄继承、朱冰、向东:《法律环境与资本结构动态调整》,《管理世界》,2014年第5期。

[9] 姜付秀、朱冰、王运通:《国有企业的经理激励契约更不看重业绩吗?》,《管理世界》,2014年第9期。

[10] 姜付秀、石贝贝、李行天:《诚信的企业诚信吗?——基于盈余管理的经验证据》,《会计研究》,2015年第8期。

[11] 贾凡胜、张一林、李广众:《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》,《南开管理评论》,2017年第6期。

[12] 林毅夫、李志赞:《政策性负担、道德风险与预算软约束》,《经济研究》,2004年第2期。

[13] 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年第8期。

[14] 连玉君、彭方平、苏治:《融资约束与流动性管理行为》,《金融研究》,2010年第10期。

[15] 卢锐:《内部控制、产权与高管薪酬业绩敏感性》,《会计研究》,2011年第10期。

[16] 李邢西:《企业文化与企业诚信》,《中国流通经济》,2011年第11期。

[17] 刘慧龙:《控制链长度与公司高管薪酬契约》,《管理世界》,2017年第3期。

[18] 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年第5期。

[19] 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》,《经济研究》,2009年第11期。

[20] 潘越、翁若宇、刘思义:《私心的善意:基于台风中企业慈善捐赠行为的新证据》,《中国工业经济》,2017年第5期。

[21] 潘健平、潘越、马奕涵:《以“合”为贵?合作文化与企业创新》,《金融研究》,2019年第1期。

[22] 唐玮、蔡文婧、崔也光:《“诚信”文化与企业创新》,《科研管理》,2020年第4期。

[23] 权小锋、吴世农、文芳:《管理层权力、私有收益与薪酬操纵——来自中国国有上市企业的实证证据》,《经济研究》,2010年第5期。

[24] 王会娟、张然:《私募股权投资与被投资企业高管薪酬契约》,《管理世界》,2012年第9期。

[25] 王迪:《企业诚信文化的解析与培育》,《学习与探索》,2013年第11期。

[26] 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年第3期。

[27] 许彦华:《论企业诚信文化基因的内涵及培育》,《学习与探索》,2012年第11期。

- [28] 许彦华、高晚欣:《企业诚信文化基因病变、危机及对策研究》,《理论探讨》,2013年第2期。
- [29] 许年行、李哲:《高管贫困经历与企业慈善捐赠》,《经济研究》,2016年第12期。
- [30] 徐亚琴、翟胜宝、汪顺:《企业诚信文化与内部控制有效性——基于A股上市公司的实证研究》,《财务研究》,2018年第1期。
- [31] 杨洪常:《“同心圆说”与“荷花说”的分歧:“企业文化层次论”之争》,《学术界》,2006年第4期。
- [32] 杨德明、赵璨:《媒体监督、媒体治理与高管薪酬》,《经济研究》,2012年第6期。
- [33] 杨国超、盘宇章:《信任被定价了吗?——来自债券市场的证据》,《金融研究》,2019年第1期。
- [34] 余明桂、潘红波:《政治关系、制度环境与民营企业银行贷款》,《管理世界》,2008年第8期。
- [35] 余泳泽、郭梦华、胡山:《社会失信环境与民营企业成长——来自城市失信人的经验证据》,《中国工业经济》,2020年第9期。
- [36] 张维迎、柯荣住:《信任及其解释:来自中国的跨省调查分析》,《经济研究》,2002年第5期。
- [37] 张德:《企业文化建设》,清华大学出版社2003年版。
- [38] 张敦力、李四海:《社会信任、政治关系与民营企业银行贷款》,《会计研究》,2012年第8期。
- [39] 翟胜宝、李行天、徐亚琴:《企业文化与商业信用:诚信起作用吗》,《当代财经》,2015年第6期。
- [40] 左锐、李玉洁、舒伟:《企业诚信文化能抑制财务报告重述吗?》,《会计与经济研究》,2018年第4期。
- [41] 左锐、马晓娟、李玉洁:《企业诚信文化、内部控制与创新效率》,《统计与决策》,2020年第9期。
- [42] Allen, F., Qian, J., & Qian, M. 2005. Law, finance, and economic growth in China. *Journal of Financial Economics*, 77: 57-116.
- [43] Akerlof, G. A. 1980. A theory of social custom, of which unemployment may be one consequence. *The Quarterly Journal of Economics*, 94: 749-775.
- [44] Acemoglu, D., Johnson, S., & Robinson, J. A. 2005. Institutions as a fundamental cause of long-run growth. *Handbook of Economic Growth*, 1: 385-472.
- [45] Bebchuk, L. A., Fried, J. M., & Walker, D. I. 2002. Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation. *University of Chicago Law Review*, 69: 751-846.
- [46] Bebchuk, L. A., & Fried, J. M. 2003. Executive compensation as an agency problem. *Journal of Economic Perspectives*, 17: 71-92.
- [47] Davis, A. L., & Rothstein, H. R. 2006. The effects of the perceived behavioral integrity of managers on employee attitudes: A meta-analysis. *Journal of Business Ethics*, 67: 407-419.
- [48] Dineen, B. R., Lewicki, R. J., & Thomlinson E. C. 2006. Supervisory guidance and behavioral integrity: Relationships with employee citizenship and deviant behavior. *Journal of Applied Psychology*, 91: 622-635.
- [49] Gosling, M., & Huang, H. J. 2009. The fit between integrity and integrative social contracts theory. *Journal of Business Ethics*, 90: 407-417.
- [50] Guiso, L., Sapienza, P., & Zingales, L. 2008. Trusting the stock market. *The Journal of Finance*, 63: 2557-2600.
- [51] Guiso, L., Sapienza, P., & Zingales, L. 2013. The determinants of attitudes towards strategic default on mortgage. *Journal of Finance*, 68: 1473-1515.
- [52] Guiso, L., Sapienza, P., & Zingales, L.

2015. The value of corporate culture. *Journal of Financial Economics*, 117: 60–76.

[53] Holmstrom, B. 1979. Moral hazard and observability. *The Bell Journal of Economics*, 10: 74–91.

[54] Hill, C. W. , & Phan, P. 1991. CEO tenure as a determinant of CEO pay. *Academy of Management Journal*, 34: 707–717.

[55] Jensen, M. C. , & Meckling, W. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3: 305–360.

[56] Jensen, M. C. , & Murphy, K. J. 1990. Performance pay and top-management incentives. *Journal of Po-*

litical Economy, 98: 225–264.

[57] Kanagaretnam, K. , Khokhar, A. R. , & Mawani, A. 2016. Linking societal trust and CEO compensation [J] . *Journal of Business Ethics*, 151: 295–317.

[58] Murphy, K. J. 1985. Corporate performance and managerial remuneration: An empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics*, 7: 11–42.

[59] O’ Reilly, C. A. , & Chatman, J. A. 1996. Culture as social control: Corporations, cults, and commitment. *Research in Organizational Behavior*, 18: 157–200.

[60] White, D. W. , & Lean, E. 2008. The impact of perceived leader integrity on subordinates in a work team environment. *Journal of Business Ethics*, 81: 765–778.

Corporate Integrity Culture and Executive Compensation Contract Selection

Shun Wang¹ Qiao Ren² Sujuan Xie³

(1. School of Business, Anhui university;

2. College of economics, Jinan university;

3. Management College/ China Business Working Capital Management Research Center, Ocean University of China)

Abstract: Corporate culture influences enterprise system and enterprise behavior. By using the method of text analysis, this paper constructs the core culture of listed company's data set, and combining with 2009–2014 listed companies' data, exploring the “integrity” which is the important cultural dimensions for effects of executive compensation incentive, we found that the “integrity” culture can significantly enhance the sensitivity between executive compensation and company performance. And the governance effect is still significant after propensity score matching control, sample adjustment, variable substitution and a series of robustness tests. Further research shows that the governance effect of integrity is also affected by internal and external environment of the enterprise property rights system, for the private sample and the location of the formal system is relatively weak enterprise samples, the positive effects of integrity is more significant. This study enriches the existing cultural and economic research literature, reveals the interactive relationship between culture and spirit may exist between the enterprise systems, as well as the important explanatory power of the elements of good traditional culture in Eastern management practices.

Key Words: integrity; informal institution; formal institution; pay-for-performance