



19

产业组织评论

Industrial Organization Review

第8卷 第3辑 (总第19辑) 2014年9月

Vol. 8 No. 3 (Gen. 19) Sep. 2014

肖兴志 主编

- ◆ 刘凤芹 周祥军
企业的讨价还价能力、增长率和绩效
- ◆ 付红艳 赵爱姣 刘 强
买方势力、产品创新与社会福利
- ◆ 田明君
纵向并购的市场封锁效应与反垄断政策研究
- ◆ 李 怀 邓 韬 俎邵静
“地方权益集团”假说
- ◆ 孙大鹏
企业研发合作的效率贡献及福利边界
- ◆ 王建林
电价约束下碳排放交易对中国电力行业的影响
- ◆ 周晓蒙 王振波
人力资本教育投资对就业的影响研究



中国社会科学出版社



产业组织与企业组织研究中心
(教育部人文社会科学重点研究基地)
中国工业经济学会

产业组织评论

Industrial Organization Review

第8卷 第3辑 (总第19辑) 2014年9月

Vol. 8 No. 3 (Gen. 19) Sep. 2014



肖兴志 主编

中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

产业组织评论. 2014 年. 第 3 辑: 总第 19 辑/肖兴志主编. —北京:
中国社会科学出版社, 2015. 6

ISBN 978 - 7 - 5161 - 6245 - 3

I. ①产… II. ①肖… III. ①产业组织—研究 IV. ①F062.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 112233 号

出 版 人 赵剑英
责任编辑 卢小生
责任校对 周晓东
责任印制 王 超

出 版 中国社会科学出版社
社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号
邮 编 100720
网 址 <http://www.csspw.cn>
发 行 部 010 - 84083685
门 市 部 010 - 84029450
经 销 新华书店及其他书店

印 刷 北京市大兴区新魏印刷厂
装 订 廊坊市广阳区广增装订厂
版 次 2015 年 6 月第 1 版
印 次 2015 年 6 月第 1 次印刷

开 本 787 × 1092 1/16
印 张 9
插 页 2
字 数 181 千字
定 价 36.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社发行部联系调换
电话: 010 - 84083683
版权所有 侵权必究

顾问

吕 政 中国社会科学院

主 编

肖兴志 东北财经大学

学术委员会 (按拼音排序)

艾洪德	东北财经大学	陈富良	江西财经大学
陈宏民	上海交通大学	干春晖	上海财经大学
高良谋	东北财经大学	金 碚	中国社会科学院
林 平	香港岭南大学	刘秉镰	南开大学
刘志彪	南京大学	卢东斌	中国人民大学
卢福财	江西财经大学	吕 炜	东北财经大学
戚聿东	首都经贸大学	曲振涛	哈尔滨商业大学
荣朝和	北京交通大学	王俊豪	浙江财经学院
王 询	东北财经大学	武常岐	北京大学
夏春玉	东北财经大学	夏大慰	上海国家会计学院
于 立	天津财经大学	于良春	山东大学
郁义鸿	复旦大学	原毅军	大连理工大学
臧旭恒	山东大学	张昕竹	中国社会科学院

编辑部主任

吴绪亮

编辑部副主任

窦一杰

目 录

[论 文]

企业的讨价还价能力、增长率和绩效

- 基于专用性投资合约视角 刘凤芹 周祥军 (1)
- 买方势力、产品创新与社会福利 付红艳 赵爱姣 刘 强 (14)
- 纵向并购的市场封锁效应与反垄断政策研究 田明君 (29)
- “地方权益集团”假说 李 怀 邓 韬 俎邵静 (43)
- 企业研发合作的效率贡献及福利边界 孙大鹏 (85)
- 电价约束下碳排放交易对中国电力行业的影响 王建林 (94)
- 全球汽车产业贸易格局变迁的定量测度及对
中国的启示 刘 瑶 高彦杰 (107)

[综 述]

- 人力资本教育投资对就业的影响研究 周晓蒙 王振波 (123)

CONTENTS

【RESEARCH PAPER】

The Bargaining Capabilities, Growth Rate and Performance of Enterprises	Feng - qin LIU, Xiang - jun ZHOU (1)
The Retailer's Buyer Power, Quality - improving Innovation and Social Welfare	Hong - yan FU, Ai - jiao ZHAO, Qiang LIU (14)
Market Blockade Effect and Antitrust Policy of the Vertical Merger	Ming - jun TIAN (29)
"Local Rights Group" Hypothesis	Huai LI, Tao DENG, Shao - jing ZU (43)
Efficient Contributions and Welfare Border of R&D Cooperation	Da - peng SUN (85)
The Impact of Carbon Emissions Trading to Power Industry under China's Tariff Constraints	Jian - lin WANG (94)
Research on International Trade Changes in the Automobile Industry	Yao LIU, Yan - jie GAO (107)

【REVIEW】

Review of Educational Investment in Human Capital Impact on Employment	Xiao - meng ZHOU, Zhen - bo WANG (123)
---	--

[论 文]

企业的讨价还价能力、增长率和绩效 ——基于专用性投资合约视角

刘凤芹 周祥军

摘 要 企业的讨价还价能力和增长率是企业间合约关系的重要决定因素,在以往的不完全合约文献中对此并未做详细定量研究,将企业的讨价还价能力、增长率和绩效等因素引入到专用性投资合约分析中可以更好地探讨这些变量在此类合约中的贡献。本文提出了在专用性投资合约条件下,企业讨价还价能力、增长率和绩效相互影响的理论假说。选取 2007—2013 年中国上市企业样本数据对理论假设进行验证,结果表明,当进行专用性投资时,企业的讨价还价能力与企业绩效具有显著正相关关系;增长率对企业价值提升有很强的促进作用;专用性投资具有使企业可持续的价值创造效应。

关键词 专用性投资 讨价还价能力 契约密度

一 引言

在专用性投资合约中,企业的讨价还价能力、增长率和绩效存在显著的相关性。克莱因、克劳福德和阿尔钦 (Klein, Crawford and Alchian, 1978) 指出,专用性投资下由于契约内部的价值比外部的价值要大,所以,如果交易者能够侵占专用性投资方的收益就会产生“敲竹杠”问题,最终会带来专用性投资不足。专用性投资是为满足特定用途而做出的,若再作他用,其价值就会贬值。一旦交易方做出专用性投资,交易的另一方为了攫取可挤占准租金,就会利用专用性投资方对其的依赖作为讨价还价筹码,采取机会主义行为。专用性投资方为了避免机会主义行为带来的损失,确保专用性投资不被侵占,就要花费更

基金项目:国家自然科学基金项目“特许经营合约中的准租金挤占和治理研究”(71272053)和东北财经大学项目“纵向合作中的声誉转移和责任追索”系列论文之一。

作者简介:刘凤芹,沈阳人,经济学博士,东北财经大学经济学院、产业组织与企业组织研究中心教授,博士生导师,研究方向:产权、制度研究;周祥军,济南人,东北财经大学经济学院,经济学博士研究生,研究方向:产权与合约理论。

多的精力去谈判和监督合约执行,增加了交易成本,降低了企业绩效。

交易成本经济学主要关注专用性投资所产生的成本问题,而忽略了专用性投资的价值创造效应。比如,根据经营情况进行的专用性投资提高了产品的差异性、产品技术的专用性以及其它企业进入和退出该行业的壁垒,这些因素降低了产品市场的竞争强度。专用性投资使企业获得了个性化而又不易被模仿的优势,增加了异质化的企业资本。与非专用性投资相比,专用性投资效率更高,能够为顾客提供个性化服务和实现更低的成本。专用性投资增强了企业之间的互补性,使企业之间产生一种资源相互依赖的关系,提高了企业之间合作的效率,增强了合作的稳定性。

专用性投资对企业绩效具有正负双重影响,但并不能直接确定其净影响是正向的还是负向的。企业进行专用性投资时,可以增强其讨价还价的能力。由于参与者进行长期重复交易,企业增长率的提高有利于提升合约关系带来的价值,也提高了违约者的成本,从而有利于降低了“敲竹杠”问题的发生。企业的讨价还价能力和增长率问题在以往的不完全合约文献中并未做详细研究,而这些变量在企业间合约关系中是重要的决定因素。理论界对于专用性投资的度量仍然缺乏可操作性。现有专用性投资合约的研究,普遍采用调查问卷的方式,然而问卷调查所获得的数据,并不是基于专用性投资的客观数据而是基于答卷人的主观感受。问卷设计者和答卷人对专用性投资主观感受的差异,会导致测量结果产生偏差。为了弥补这个缺陷,本文引入“契约密度”对专用性投资进行量化。契约密度是 Nunn (2007) 测量专用性投资中,中间投入相对于总投入所占的比例,计算数据依赖 Rauch (1999) 确定的专用性投资。Nunn (2007) 分析了拥有较好的契约制度的国家是怎样推动关系专用性产品的生产和出口的。

本文借鉴 Nunn (2007) 对国家竞争优势的检验方法,对专用性投资企业的相对竞争优势进行检验,进而研究专用性投资与企业绩效和企业价值的关系。实证结果显示,当增加专用性投资和企业规模的交乘项时,与小企业相比,大企业进行专用性投资会带来较高的企业绩效。这说明,专用性投资将提升企业讨价还价能力,而讨价还价能力是企业绩效重要的影响因素。将销售额增长率作为企业增长率的测度指标,对专用性投资和企业增长率的关系进行计量研究发现:企业增长率越高,专用性投资的价值也越高。这说明由于企业增长率的提升使得契约合作范围扩大,增长率较高的企业能够很好地处理专用性投资问题。

二 几个假说

(一) 专用性投资与企业绩效

针对专用性投资对企业绩效影响的研究,目前,主要有交易成本理论和

资源依赖理论两种观点。

交易成本理论认为：“专用性投资是为了特定交易而进行的耐久性投资，它一旦形成，就会被锁定在特定的交易关系中，若转向其他用途，其价值就会贬值。尽管交易双方事面对的是竞争状态，进行专用性投资后将会使交易由专用性投资前的竞争关系转变为投资后的双边关系。不论专用性投资表现为何种形式，一旦形成，其产生的准租金就面临被剥夺的风险。”Hwang (2006)、王涛 (2006) 研究发现，专用性投资交易方挤占准租金的程度与专用性投资呈正相关关系，助长了机会主义行为。Heide 等 (2007) 的实证研究也发现，经销商的专用性投资与绩效呈负相关关系。

资源依赖理论认为，专用性投资提高了产品的差异性、产品技术的专用性以及其他企业进入和退出该行业的壁垒，增加了异质化的企业资本，使企业获得了个性化而又不易被模仿的优势，这些因素降低了产品市场的竞争强度，有利于企业绩效的提高。Jap (1999) 研究发现，专用性投资相比非专用性投资更有效率，可以实现更低的成本，满足顾客个性化的需求，提高企业绩效。专用资本投资有利于提升产品竞争力和创造品牌效应。Chuang (1998) 的研究认为：“买卖契约中规定的合同赔偿金并不能有效地制止违约行为，只有交易者进行大量专用性投资之后，其违约成本提高，才能有效地降低违约的可能性。”

对于专用性投资与企业绩效的关系，交易成本理论和资源依赖理论观点相左。更多的专用性投资意味着更严重的“敲竹杠”问题，对企业绩效产生消极影响；而专用性投资则减弱了市场的竞争强度，增强了产品竞争力，又有利于绩效的提高。对绩效的正负双重影响正是专用性投资的本质。以往文献分别从交易成本理论和资源依赖理论两个不同的视角分别考察专用性投资与企业绩效的单向关系。而本文在综合专用性投资对企业绩效正负影响基础上，重点考察专用性投资对企业绩效的净影响。由于正负影响的相对强弱因条件不同而存在差异，并不能直接对净影响的正负做出判断。需要引入讨价还价能力、增长率等变量进行具体分析。因此，本文提出假说 1：

假说 1：专用性投资对企业绩效产生影响，但其净影响的正负方向并不能直接做出判断。

（二）专用性投资、讨价还价能力与企业绩效

在合约关系中，如果不进行专用性投资，合约关系即使不能维持，合约双方当事人也可以很容易地回到市场上寻找替代者。因此，专用性投资是讨价还价机制存在的必要条件。本文以资产专用性投资为前提，引入变量讨价还价能力来考察二者对绩效的影响。通过下面简单的数理模型推导出专用性投资、讨价还价能力与企业绩效三者之间的关系。

假设企业是同质的，企业在 T 阶段的收益取决于其 $T-1$ 阶段做出的投资

DMU_j 以及参与双方在 T 阶段是否达成交易。如果双方进行合作, 则它们的收益是投资 u 的线性函数。

$$\theta^c = \lambda e$$

在这里, $e \geq 0$ 且 $\lambda \geq 0$ 。如果参与双方选择不合作, 它们的收益为:

$$\theta^{NC} = \mu e$$

在这里, $0 \leq \mu \leq \lambda$, 交易双方最大化它们各自的期望收益:

$$\pi_1 = \theta^{NC} + \alpha[2\theta^c - 2\theta^{NC}] - c(e)$$

$$\pi_2 = \theta^{NC} + (1 - \alpha)[2\theta^c - 2\theta^{NC}] - c(e)$$

其中, $\alpha \in (0, 1)$ 代表企业 1 的讨价还价能力, $1 - \alpha$ 代表交易对方企业 2 的讨价还价能力。将二次成本方程 $c(e) = \frac{1}{2}e^2$ 代入线性收益方程, 运用一阶条件, 得到次优投资水平:

$$e^* = \alpha\lambda + (1 - \alpha)\mu$$

企业 1 的期望收益为:

$$\pi_1 = \frac{1}{2}[\alpha\lambda + (1 - \alpha)\mu]^2 + \alpha(\lambda - \mu)[(1 - \alpha)\lambda + \alpha\mu]$$

企业 1 的讨价还价能力 α 决定的期望收益为:

$$d\pi_1/d\alpha = (\lambda - \mu)[(1 + \alpha)\mu + (1 - \alpha)\lambda] > 0$$

可以看出, 在专用性投资条件下, 企业拥有越大的讨价能力就越好。如果没有专用性投资 ($\lambda = \mu$), 讨价还价能力可以不予考虑 ($d\pi_1/d\alpha = 0$)。参与者面临越多的专用性投资, 讨价还价能力越重要。同样可以说明, 在专用性投资一定的情况下, 讨价还价能力与绩效呈正相关关系。当企业拥有较强的讨价还价能力时, 做出专用性投资所面临对方的“敲竹杠”影响相对较小, 专用性投资的正向效应要大于负向效应。因此提出假说 2 和假说 3:

假说 2: 当企业的讨价还价能力较强时, 专用性投资对企业绩效的消极影响较小 (积极作用较大)。

假说 3: 在专用性投资一定的情况下, 讨价还价能力与企业绩效呈正相关关系。

(三) 增长率与企业价值

Tekaya 和 Wang (2011) 研究发现, 专用性投资和绩效指标之间存在负向关系, 但是, 他们并没有说明专用性投资是怎样与增长率相联系来影响企业绩效的。Heide 和 Stump (1995) 研究表明, 在专用性水平较高时, 参与双方期望维持较长时间的合作关系, 有利于绩效的提高。Gil 和 Marion (2013) 在加利福尼亚高铁合同的投标研究中, 认为增长率有利于提高合约关系的价值, 而合约关系的价值对合约的执行是非常重要的。

本文在资产专用性合约中引入增长率, 考察二者对企业绩效的影响。较

高的企业增长率,有利于提升交易者对合约关系的期望价值,提高了双方的违约成本,降低交易双方违约的风险,缓解了“敲竹杠”问题对企业绩效的消极影响,促进企业绩效提高。大量投资能够提高企业增长率,由于大部分投资是长期的,其收益很难在投资当期获得,因此,投资可能会对当年的企业绩效有负向的影响。在较长的增长时期,企业在通用和专用资产方面进行了大量投资,对企业绩效的正向影响大于负向影响。如果把企业价值作为因变量进行考察,就可以排除投资收益当年不能收回对绩效的干扰,从而使考察问题更为准确。因此,提出假说4:

假说4:企业增长率较高时,专用性投资对企业价值的积极影响较大,消极影响较小。

三 模型构建

(一) 对企业绩效的检验

本文利用下面的回归模型对假设1(专用性投资与企业绩效之间的关系)进行检验。

$$ROCE_{ij} = \beta_0 + \beta_1 CI_{ij} + \beta_2 \ln sales_{ij} + \beta_3 salesgrowth_{ij} + \beta_4 firmage_{ij} + \theta_j + \varepsilon_{ij} \quad (1)$$

如(1)式所示,被解释变量是雇用资本回报率($ROCE_{ij}$),通过年初资本计算来测度企业绩效;主要解释变量是契约密度(CI)和企业规模($\ln sales$),企业规模参照以往文献的度量方式,将销售额的自然对数作为讨价还价能力的替代变量。控制变量包括每年销售额的增长率($salesgrowth$)和企业上市的年数($firmage$)。对假说1检验的变量是 β_1 。由于假设中专用性投资与企业绩效的关系不明确,因此不能够确定检验变量 β_1 的符号。变量契约密度(CI)的系数为正,则契约密度较高的企业绩效要优于契约密度较低的企业;若契约密度(CI)的系数为负,则契约密度较低的企业绩效要优于契约密度较高的企业。本文预期讨价还价能力($\ln sales$)的系数为正;没有对控制变量年销售额的增长率($salesgrowth$)和企业上市的年数($firmage$)的系数符号做出预期。

为了检验假说2和假说3,在模型中增加了变量契约密度(CI)和讨价还价能力($\ln sales$)的交乘项,如(2)式所示:

$$ROCE_{ij} = \beta_0 + \beta_1 CI_{ij} + \beta_2 CI_{ij} \times \ln sales_{ij} + \beta_3 \ln sales_{ij} + \beta_4 salesgrowth_{ij} + \beta_5 firmage_{ij} + \theta_j + \varepsilon_{ij} \quad (2)$$

对假说2和假说3检验的变量为 β_2 。如果在专用性投资中,较高的讨价还价能力导致较高的企业绩效,则 β_2 将会是正的;如果情况相反,则 β_2 为负的。本文预期系数 β_2 为正数。

为了选取最适合的模型,本文通过豪斯曼检验,对面板混合模型、个体

固定效应模型和随机效应模型进行检验。由于豪斯曼检验值为 1.23 且在 10% 的显著水平上不能拒绝原假设, 本文采用随机面板模型进行估计。该模型允许拥有产业特性的截距项, 同时, 利用具有产业特性的契约密度作为解释变量。比如, 契约密度 (CI_j) 和产业特性的截距项 θ_j 的下标 j , 说明第 j 个产业的特性。而拥有下标 “ ij ” 的变量用来衡量企业的水平。

(二) 对企业价值的检验

利用 (3) 式的模型来检验假说 3:

$$q_{ij} = \gamma_0 + \gamma_1 CI_j \times salesgrowth_{ij} + \gamma_2 CI_j + \gamma_3 \ln sales_{ij} + \gamma_4 salesgrowth_{ij} + \gamma_5 firmage_{ij} + \gamma_6 ROCE_{ij} + \theta_j + \varepsilon_{ij} \quad (3)$$

通过资产的市场价值除以资产的账面价值计算得到托宾 Q 值作为企业价值的测度指标。增长率 ($salesgrowth$) 为每年销售额的变化率。对契约密度和增长率交乘项的系数 γ_1 进行估计来检验假说 3。如果系数为正, 说明专用性投资高的行业与专用性投资低的行业相比, 较高的增长率能够带来更高的企业价值; 如果系数为负, 则情况相反。此处, 本文预期系数 γ_1 为正数。

四 样本描述

样本数据来自 2007—2013 年中国上市企业年报。并遵循以下原则进行样本筛选: 首先, 选取样本企业遍及 Nunn 做出产业契约密度测算的所有产业; 其次, 样本在 2007—2013 年连续 7 年能够获得完整数据; 最后, 剔除样本区间内被 PT 和 ST 的公司, 选取了 431 家上市企业连续 7 年的观察值。最终通过非平行面板数据转换剔除缺漏值和不连续的样本, 并在 1% 的水平上采用缩尾处理 (Winsor) 方法去除异常值的影响。样本的统计性描述如表 1 所示。

表 1 样本的统计性描述

变 量	个数	平均值	标准差	p25	p50	p75
契约密度	2674.00	0.46	0.22	0.28	0.50	0.69
企业规模	2674.00	21.12	1.32	20.34	21.08	21.95
上市时间	2674.00	15.15	3.88	13.00	16.00	18.00
营业增长率	2674.00	0.27	0.96	-0.08	0.08	0.28
资本回报率	2674.00	0.10	0.17	0.03	0.06	0.12
税前利润比	2674.00	0.13	0.20	0.05	0.10	0.18
资本周转率	2674.00	0.66	0.42	0.37	0.60	0.85
托宾 Q	2674.00	2.13	1.43	1.22	1.67	2.45
账面市值比	2674.00	0.62	0.27	0.41	0.60	0.82

契约密度、企业规模、营业增长率、资本回报率、托宾 Q 值等主要变量在不同行业的中位数如表 2 所示。契约密度是产业层面上对专用性投资的衡量指标。比如，能源产业的契约密度为 0.171，该行业的投入主要用来进行交易。而契约密度为 0.686 的耐用消费品产业和契约密度为 0.888 的商业设备产业，做出了更多的专用性投资。低契约密度的企业比高契约密度的企业拥有更大的规模。这说明专用性投资降低了企业规模，企业做出更多的专用性投资将会增加管理的难度。

表 2 主要变量在不同行业中的中位数

产业	契约密度	企业规模	营业增长率	资本回报率	托宾 Q	数量
能源	0.171	21.24072	0.0720385	0.0495345	1.214366	518
化工	0.278	21.29173	0.065647	0.048842	1.608106	630
公用	0.285	21.19853	0.150589	0.070736	1.989676	35
医疗保健	0.503	20.85308	0.100186	0.1231955	2.252398	574
耐用消费品	0.686	21.017	0.068832	0.067546	1.767097	805
印刷出版	0.810	20.38392	0.262997	0.097856	1.713531	21
商业设备	0.888	20.82359	0.1274	0.0675	1.853128	28
计算机	0.956	20.50344	0.195744	0.059513	1.599173	63
总数						2674

而对于契约密度与绩效之间没有明确的关系。比如，通过对高契约密度的商业设备产业进行考察，该产业中企业的雇用资本回报率的中位数仅为 0.0675，与其他产业相比，属于回报率较少的产业。计算机制造产业的契约密度最高，而该产业中企业的资本回报率中位数仅为 0.059513。契约密度中等的医疗保健产业的企业资本回报率中位数为 0.1231955，高于其他产业。如表 2 所示，契约密度与企业增长率之间的关系并不明确。比如印刷出版产业的营业增长率最高为 26% 多一点而其契约密度属于中等产业。而能源产业的契约密度较低而企业增长率的中位数仅为 7.2% 多一点。

关于测度企业价值的托宾 Q 值，并不能从表 2 中得出关于企业价值（托宾 Q）与契约密度之间的确切关系。医疗保健产业的企业托宾 Q 值中位数是 2.252398，在各个产业中是最高的。而该产业的契约密度仅为 0.503。契约密度较高的产业并不与企业价值的高低相对应。

本文进一步依据契约密度将样本企业进行分类，如表 3 所示，对契约密度低和契约密度高的两组样本的均值、中位数、标准差进行统计描述，并对中位数、均值分别进行秩和检验及 T 检验。可以看出，对低契约密度企业相比，较高契约密度企业的绩效和企业价值相对较高。也就是说，专用性投资

与绩效和企业价值正相关。

表 3 契约密度样本分类

变量	契约密度低			契约密度高			契约密度高低组间差异	
	均值	标准差	中位数	均值	标准差	中位数	秩和检验	T 检验
契约密度	0.23	0.05	0.28	0.91	0.06	0.96	-45.814 ***	-1.10E+02 ***
企业规模	21.26	1.33	21.26	21.67	1.29	21.18	4.597 ***	4.9177 ***
上市时间	15.18	3.89	16	15.63	4.67	17	0.776	0.367
营业增长率	0.31	1.1	0.07	0.38	0.83	0.19	-1.159	2.0064 **
资本回报率	0.06	0.11	0.05	0.11	0.19	0.06	-13.294 ***	-11.9392 ***
销售净利率	0.06	0.2	0.05	0.44	0.06	0.03	-4.021 ***	-1.429
税前利润比	0.13	0.22	0.1	0.06	0.07	0.05	1.327	1.9716 **
资本周转率	0.56	0.35	0.49	1.08	0.61	0.86	-12.194 ***	-11.7812 ***
托宾 Q	1.74	1.12	1.42	1.88	0.78	1.7	-15.406 ***	-12.8673 ***
账面市值比	0.71	0.27	0.7	0.62	0.24	0.59	15.406 ***	16.0993 ***

注：*** 和 ** 分别表示估计值在 1% 和 5% 水平上显著。

将高契约密度的企业组与低契约密度的企业组进行对比，可以看出，高契约密度的企业拥有较高的增长率和较高的资本回报率。关于企业上市时间，在高契约密度和低企业密度两组之间并不存在显著差异。

五 估计结果

(一) 对企业绩效（假说 1、假说 2、假说 3）的检验

对假说 1、假说 2 和假说 3 的回归结果，如表 4 所示。模型 1 至模型 4 是针对企业绩效（雇用资本回报率）对契约密度和控制变量做回归，来检验专用性投资是否与企业绩效存在相关关系。在表 2 单变量的分析结果中，契约密度的高低与绩效之间的关系并不明显。当加入企业规模、上市时间、产业、年份等控制变量以后，契约密度与绩效表现出显著的正相关关系。这一结论支持了假说 1，企业绩效与专用性之间存在相关关系且显著为正。分析结果中控制变量企业规模的系数为正数，说明讨价还价能力越强企业绩效越高，与预期结果一致。

在模型 5 中加入了契约密度与企业规模的交乘项，用来检验假说 2 和假说 3。结果显示，交乘项的系数为 0.0620 为正，而且具有统计显著性（Z 值为 3.96），说明当契约密度增加时，小规模企业和大规模企业之间获利能力

的差距逐渐增大。该结果支持了假说 2 和假说 3，存在专用性投资时，讨价还价能力的提高有利于企业获利能力的提升。

表 4 企业绩效的估计结果

变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5
契约密度	0.131 ***	0.137 ***	0.139 ***	0.138 ***	0.319
	(4.17)	(4.43)	(4.50)	(4.47)	(1.17)
企业规模		0.0249 ***	0.0237 ***	0.0237 ***	0.0249 ***
		(7.03)	(6.70)	(6.72)	(4.89)
营业增长率			0.0179 ***	0.0180 ***	0.0184 ***
			(6.80)	(6.82)	(6.97)
上市时间				-0.00228	-0.00218
				(-1.29)	(-1.24)
交乘项					0.0620 ***
					(3.96)
常数项	0.0445 ***	-0.484 ***	-0.463 ***	-0.430 ***	0.143
	(2.80)	(-6.31)	(-6.06)	(-5.33)	(0.86)
总数	2674	2674	2674	2674	2674
χ^2 值	17.43	67.70	114.4	116.2	132.8

注：括号内为 Z 统计量，*** 表示估计值在 1% 水平上显著。

(二) 企业价值的估计：对假说 4 的检验

假说 4 说明契约密度和企业增长率的交乘项与企业价值之间存在相关关系。对该假说的检验结果如表 5 所示。模型 6 为不包含检验变量（契约密度和企业增长率交乘项）的回归结果。结果显示，营业增长率与企业价值之间关系不显著，并不能证明假说 4。而资本回报率和企业上市时间与企业价值之间存在显著的正相关关系，与现实相符。契约密度与企业价值存在显著的正相关关系。虽然在表 2 单变量的分析结果中，契约密度的高低与企业价值之间的关系并不明显。当加入控制变量以后，二者呈现显著的正相关关系，与表 3 结论一致。

在模型 7 中加入了契约密度和销售额增长率的交乘项，由于交乘项的系数为 0.0150 且具有显著性（Z 值为 1.98），支持假说 4。契约密度的四分位差值与交乘项的乘积（0.401 × 0.713）得到增长率对市场价值的总影响为 0.08。同时发现，在模型 7 中加入交乘项后，增长率的系数由统计不显著变为显著为负值。这说明增长率和企业价值之间的关系主要由做出较高专用性

投资企业的营业增长率决定。即企业增长率较高时，专用性投资对企业价值的积极影响要大于消极影响，与假说 4 一致。

表 5 企业价值的估计结果

变量	模型 6	模型 7
契约密度	0.715 *** (4.00)	0.713 *** (4.01)
企业规模	-0.436 ** * (-17.09)	-0.428 *** (-16.71)
营业增长率	0.0253 (1.09)	-0.000848 *** (-2.59)
上市时间	0.0199 ** (1.96)	0.0198 ** (1.97)
资本回报率	2.407 *** (15.05)	2.393 *** (15.03)
交乘项		0.0150 ** (1.98)
常数项	10.47 *** (18.51)	10.51 *** (18.56)
总数	2674	2674
χ^2 值	492.0	496.1

注：括号内为 Z 统计量，*** 和 ** 分别表示估计值在 1% 和 5% 水平上显著。

(三) 稳健性检验

由于企业绩效的度量指标雇用资本回报率可以分解为息税前营业收入增长率和资本周转率两部分。本文考察契约密度与两部分之间的关系。息税前营业收入增长率说明了经营中的所得收入增长情况；资产周转率说明了经营资本的效率。

如表 6 所示，模型 8 和模型 9 是息税前营业收入增长率的计量分析结果；模型 10 和模型 11 为资本周转率的计量分析结果。对于息税前营业收入增长率和资本周转率这两个被解释变量，本文首先考察只包含契约密度和其他控制变量的影响结果（模型 8 和模型 10）；然后考察同时加入契约密度与企业规模交乘项后的回归结果（模型 9 和模型 11）。结果显示，契约密度与企业

规模的交乘项对两个解释变量存在相互抵消的影响,导致对绩效(资本回报率)的最终净影响为正向的。契约密度与企业规模的交乘项对资本周转率的影响系数为 -0.063 且在 1% 的水平上显著;对息税前营业收入的影响系数为 0.0974 在 1% 的水平上显著。可见,具有专用性投资的大企业与小企业相比降低了资本效率却提高了资产收入。较强的讨价还价能力将会对雇用资本回报率产生正向的影响,与本文的预期假说一致,说明模型是稳健的。

表 6 资本回报率分解的回归结果

	模型 8	模型 9	模型 10	模型 11
契约密度	-0.104^{***} (-3.16)	-2.193^{***} (-6.21)	0.654^{***} (8.84)	14.28^{***} (35.07)
企业规模	0.00744^{*} (1.68)	-0.0237^{***} (-3.48)	0.142^{***} (22.35)	0.342^{***} (43.02)
营业增长率	0.0238^{***} (6.25)	0.0224^{***} (5.90)	-0.0161^{***} (-3.80)	-0.0105^{***} (-2.98)
上市时间	-0.000828 (-0.44)	-0.00156 (-0.87)	-0.00564 (-1.33)	-0.000774 (-0.21)
交乘项		0.0974^{***} (5.94)		-0.063^{***} (-33.91)
常数项	0.0219 (0.22)	0.685^{***} (4.63)	-2.555^{***} (-16.61)	-6.792^{***} (-37.52)
总数	2674	2674	2674	2674
χ^2 值	53.21	89.72	577.1	1959.2

注:括号内为 Z 统计量,*** 和 * 分布表示估计值在 1% 和 10% 水平上显著。

六 结论

本文主要考察了专用性投资与企业绩效、企业价值的关系。通过理论分析提出专用性投资合约中讨价还价能力、增长率对企业绩效、企业价值影响的理论假说。同时借鉴 Nunn (2007) 测量产业层面专用性投资的方法,引入契约密度对专用性投资进行量化。并利用 2007—2013 年中国上市企业数据对假说进行实证检验。

在研究企业专用性投资时,讨价还价能力和增长率是非常重要的研究因素,因为讨价还价能力和增长率关系到能否从专用性投资中获得收益并如何