

经理人治理理论模型: 述评与展望

袁春生, 吴丽丽

(江西师范大学 财政金融学院 江西 南昌 330022)

摘要: 近几十年来完善公司治理以减少经理人代理成本的研究得到了蓬勃发展, 其中一个分支是经理人治理研究。经理人治理作用受到学术界广泛关注, 并取得了丰富的研究成果, 为经理人市场变迁的相关经济现象提供了颇具竞争性的理论解释。文章在系统梳理相关文献的基础上, 对经理人激励、经理人能力的学习、管理才能配置等理论模型进行简要介绍与评述, 最后进一步展望此领域的未来研究方向。

关键词: 激励模型; 学习模型; 经理人权力; 管理才能配置

中图分类号: F272.92 **文献标识码:** A **文章编号:** 2095-0098(2014)03-0051-06

一、引言

近年来完善公司治理以减少管理层代理成本的研究得到了迅猛发展, 其中一个分支是经理人治理机制的相关研究。经理人的治理作用受到学术界广泛关注,^[1-2] Fama and Jensen(1983),^[3] Jensen and Meckling(1976)^[4] 等经典文献认为, 劳动力市场压力和职业关注对公司管理层和董事会成员具有约束作用, 较好公司业绩可以提升 CEO 或董事会成员未来的职业前景。高管职业关注影响公司投资、盈余操纵、资本结构、战略管理等诸多方面。^[1] 本文对经理人激励、经理人能力的学习、管理才能市场匹配等方面的理论模型进行简要介绍与评述。

二、经理人激励模型

(一) 报酬激励模型

高管激励可分为显性报酬激励与隐性声誉激励。显性报酬激励的基本思想是, 企业产出依赖于高管努力程度, 采用报酬激励可刺激高管努力工作。Murphy(1986)^[5] 构建了二期动态激励模型用以考察高管工作经历与报酬之间的关系, 模型得出以下结果: 当且仅当第一期产出大于均值时, 高管第二期报酬大于第一期报酬; 高管第二期报酬大于当期期望产出, 第一期报酬低于当期期望产出; 第二期报酬是第一期产出的严格增函数。根据此结论, 可以推测: 实际产出总是等于期望产出的高管其职业生涯中每年报酬都将相等; 意料之外的高产出将使高管以后各期得到高报酬, 反之亦然; 业绩对报酬的影响以及报酬的方差随高管任期的增加而增加; 高管初期工资总是低于其生产率, 企业支付给高管较低初期报酬所得的额外收益实际上是未来支付给高管高报酬而进行的融资。

实务中持续较低的高管报酬业绩敏感度让学术界非常困惑,^[6] 可能原因是即有激励模型只考虑了道德

收稿日期: 2014-04-20

基金项目: 国家自然科学基金项目“民营上市公司外聘高管的代理成本与激励机制效果: 基于经理人市场视角”(71262025); 国家社会科学基金项目“非正式制度对我国会计准则执行的影响研究”(12BJY015)

作者简介: 袁春生(1973-), 男, 江西吉水人, 管理学博士, 副教授, 研究方向为公司财务;

吴丽丽(1989-), 女, 江西景德镇人, 会计学硕士研究生。

风险而忽视了逆向选择问题。为此 Chen & Leng(2004) 构建了包括道德风险与逆向选择的混合模型。^[7] 在其模型中, 委托人目标是最大化预期利润, 同时引导代理人的努力程度, 让高(低)能力的代理人选择高(低)报酬业绩敏感度的报酬合同。Chen & Leng(2004) 的混合模型发现: (1) 如果市场中经理人是同质的或高能力经理人所占比例足够大, 那么包括道德风险与逆向选择的混合模型得出的报酬业绩敏感度与纯道德风险模型得出的较高报酬业绩敏感度是一致的。但是实际上经理人市场并非同质且高能力经理人所占比例相对较低, 最优报酬业绩敏感度将低于纯道德风险模型所得到的结果; (2) 报酬业绩敏感度与经理人市场中高能力经理人的比例正相关。

(二) 声誉激励模型

Fama(1980) 认为经理人会关注其职业声誉, 来自劳动力市场的隐性激励可缓和高管道德风险问题。^[8] Holmstrom(1982) ^[9] 首次对此原创思想进行了模型化, 其得出的结论是: (1) 经理人会努力工作以影响市场对其能力的推断; (2) 职业早期经理人努力工作的回报较高, 职业后期努力工作以影响产出并不能得到较高回报, 努力程度将趋于 0; (3) 对经理人产出的观察越准确, 声誉机制越有效。Holmstrom(1982) 表明, 职业后期经理人努力工作的动机减弱。Zabojnik(2001) ^[10] 认为, 此低效率均衡并非是唯一均衡, 且模型中经理人期望产出可以为负的假定与现实不符。为此 Zabojnik(2001) 构建了一个触发战略均衡的重复博弈模型: 经理人既要努力防止被惩罚, 又要努力影响劳动力市场关于其能力的信念。模型结论可归纳为三点: (1) 给予风险厌恶型经理人以固定工资比报酬业绩合同更有效; (2) 低产出的经理人将须更加努力工作, 否则将面临更低的惩罚性报酬; (3) 董事职位可充当经理人前期良好业绩的报酬及博弈最后阶段道德风险的解决办法。

与 Zabojnik(2001) 不同的是, Tadelis(2002) 从市场声誉作为可交易资产角度拓展了声誉模型。^[11] Tadelis(2002) 认为, 声誉的可交易性能为代理人提供持续激励, 并不会随职业生涯逐渐减弱。年轻代理人关注当前工作努力程度对未来收入的影响, 而年长代理人关注未来出售企业声誉所能得到的收入, 二者面临着同样的市场声誉激励; 好的市场声誉具有价值, 并激励代理人在整个职业生涯中保持良好声誉。Gibbons and Murphy(1992) 模型则同时考虑了显性激励与隐性激励。^[12] 他们发现: 在考虑职业关注后, 最优报酬合同是隐性激励与显性激励的结合; 临近退休时隐性激励最弱, 因而只有较强的显性激励才能对年长者产生激励效果, 对年轻人而言隐性激励与显性激励的搭配恰恰与年长者相反。据此可以推断: 将要退休及没有晋升机会的员工(如企业顶层的管理者、衰退企业员工)其报酬业绩敏感度最强, 因为此类员工提拔机会的隐性激励很弱; CEO 越临近退休, 报酬业绩敏感度越大; CEO 任期越长, 报酬业绩敏感度越大。

(三) 简要述评

Chen & Leng(2004) 的混合激励模型较好地解释了报酬业绩敏感度与经理人能力正相关、高管报酬业绩持续较低现象。Zabojnik(2001) 模型有助于解释劳动力市场中对经理人较少采用详尽显性激励合同、CEO 报酬业绩敏感度较低、业绩良好的管理者更容易成为董事成员等经济现象。报酬激励模型关注报酬特征及其与公司业绩的关系, 而声誉模型则主要考察高管职业关注对公司业绩、现金报酬等的影响。实践中高管既关心报酬又关注未来职业前景, 因此在理论模型构建时, 综合考察隐性激励和显性激励可能会得出更加合理的经济预测。另外, 激励强度、劳动力市场竞争压力、管理者风险厌恶等因素都将影响报酬和声誉激励的效果及报酬激励本身,^[12] 因此, 未来一个研究方向是识别出影响报酬激励的重要因素, 并将此类重要因素纳入到理论模型中。

三、学习模型

(一) 委托人学习模型

由于管理者才能的信息不对称, 雇主需通过观察企业业绩逐渐了解管理者才能。在 Murphy(1986) 雇主学习模型中, 高管生产率依赖于其管理能力, 此能力只能通过一段时间的经营业绩而感知, 董事会的任务是将管理者与资本适当配置以最大化公司价值。Murphy(1986) 发现: 随着工作时间的增加, 管理者才能的信息不断被更新, 资本配置更有效率, 平均能力的管理者其报酬以递减的增长率增长, 有关管理者能力增量信息的价值逐渐降低; 工作经历与报酬关系的斜率随着能力的方差增加而增加, 这反映出企业资本配置效率的

提高;不同管理者获得相同的初始报酬,而后管理者报酬的横截面方差将随时间推移而增加;对于给定的管理者,随着对其能力的估计趋于准确,其报酬方差趋于减少。与Murphy(1986)的雇主学习模型类似,Milbourn(2003)^[13]从资本市场对CEO能力的学习角度,关注基于股价的报酬合同中CEO报酬业绩敏感度问题。模型最终发现,基于股价的报酬业绩敏感度与作为能力信号的CEO声誉正相关。

(二) 双边学习模型

与委托人学习模型不同,Harris and Holmstrom(1982)^[14]认为管理者本人也需通过观察产出才能推断自身能力。Harris and Holmstrom(1982)考虑管理者保险需求的学习模型主要结论是:管理者支付保险费以获得最低保证收入,工资等于平均生产率减去支付的保险费;管理者对自身能力评估的精确度越高,支付的保险费越低,保证收入越高;管理者对其能力估计的准确度随工作年限的增长而增加,最低保证收入也将增加;外部劳动力市场的存在,导致合同期内管理者工作年限与收入之间呈非减函数关系;不同管理者之间收入的横截面方差随工作经历及教育程度的增加而增加;得到较好工作要约的管理者其实际报酬总是低于边际产出;年长管理者已经有许多提升其工资的市场机会,而且对自己能力评估更准确和离退休时间更短,他们只需支付较低保险费,因此年长管理者收入较高。Taylor(2010)^[15]也认为,管理者能力具有与特定企业相联系的资产专用性,因此雇主与管理者本人对其管理能力都存在学习过程。Taylor(2010)模型预计:CEO期望薪酬与公司滞后的股票异常回报正相关,因为超常高(低)利润将导致较高(低)的股票异常回报,也将提升(降低)CEO能力的估计值,并使得下一年CEO薪酬增加(减少);在CEO任期内,公司股票回报的波动程度将逐渐降低。

(三) 简要述评

学习模型的前提假设是,关于高管能力存在着信息不对称,此假定与现实相符。在资产专用性较强的行业中,甚至高管本人对自身的管理才能也不可预知。因此,在管理才能专用性较强的行业及企业中,双边学习模型应更有现实经济解释力。例如,Harris and Holmstrom(1982)双边学习模型能较好解释如下经济现象:经验丰富的管理者其平均收入高于缺乏经验的管理者,即使前者业绩并不高于后者。同时,声誉激励的机理是劳动力市场利用高管的当前产出来更新高管能力的信念并且基于能力来确定高管报酬,因此声誉激励的效果受到劳动力市场对高管能力学习效率的影响,将市场及高管对高管能力的学习过程纳入到激励模型,也许可以得出更为理想的预测结果。

四、管理才能配置模型

(一) 管理才能需求模型

此方面典型模型为Chan(1996)的锦标赛模型。Chan(1996)认为,内部提拔更可能是充当锦标赛式的激励手段以诱使员工努力工作。^[16]该模型发现:企业更愿意使用内部提拔,除非外部候选人能力显著高于内部竞争者;职工平均能力较弱的企业更不愿意采用外部招聘,此类企业员工报酬通常高于其边际产出及保留工资,职工更不愿意退休,企业会制订强制退休政策以控制损失及低能力职工过多;职位层级越高的员工来自内部提拔的可能性越大。与Chan(1996)的锦标赛模型不同,Hermalin(2005)^[17]从董事会角度讨论公司对CEO的需求及其后果。近年来外聘CEO比例显著提高,外聘CEO平均任期短于内部提拔CEO。外招聘与内部提拔的主要差异在于董事会对外部候选人能力知之甚少,董事会将努力获取CEO能力的相关信息,因此Hermalin(2005)从董事会勤勉角度为上述现象寻找经济解释。勤勉董事会模型显示:董事会越勤奋公司越倾向于从外部招聘CEO;董事会勤奋程度的增加使CEO任期缩短;外聘CEO任期低于内部提拔CEO;董事会勤奋工作将提高CEO努力程度,报酬也越高。

与Hermalin(2005)不同,Murphy and Zábojník(2007)^[18]的权衡模型则从通用管理才能需求角度来解释近三十多年来美国公司治理变迁的显著特征:CEO报酬显著增长、越来越多的公司从外部市场招聘CEO、越来越多的外聘CEO曾担任其它公司CEO职位、外聘CEO来自于公司而不是非盈利性组织的可能性越来越高。Murphy and Zábojník(2007)猜测,可能的原因在于环境变化使得CEO通用管理才能对企业经营越来越重要。Murphy and Zábojník(2007)构建的模型发现:通用管理才能相对重要性的增加使企业外聘CEO的比

例增加;外部劳动力市场对管理才能的竞争使 CEO 得到更高工资;企业更倾向于外聘有 CEO 经历的管理者担任 CEO;管理者个人倾向于加大通用管理技能的投资;董事会中外部董事比例趋于增加。

(二) 管理才能供给模型

无论是雇主学习模型还是职业关注模型,都假定经理人能力为既定,忽略了经理人能力存在“干中学”效果。实际上,公司高管担任其它公司董事可以变成更有效率的管理者:有机会将公司战略与其它公司对比,接触到不同公司管理风格并扩展 CEO 视野;方便高管收集信息,使不同企业间管理知识更方便转移;拓展有价值的社会网络,学习到商业技巧。不过,外部董事职位占用公司高管的时间,也会对公司业绩产生负效应。Conyon & Read(2006)^[19]的“干中学”模型对公司高管担任外部董事的成本与收益进行的分析发现:CEO 选择的外部董事职位数量大于公司愿意让其担任的最优外部董事数量;CEO 努力程度越高或者能力越强,公司机会成本越大,公司希望 CEO 担任较少的外部董事职位;CEO 担任外部董事的数量越大,公司对 CEO 能力的估值越高。根据 Conyon & Read(2006)模型,可得出推论:年轻 CEO 担任外部董事的数量低于年长 CEO;与外部招聘的 CEO 相比,内部提拔的 CEO 将会被允许担任更多外部董事职位;在不同类(同类)企业中担任外部董事的 CEO 其所在企业的董事会规模较小(较大)。

(三) 工作匹配模型

工作匹配模型认为,企业通过观察员工在不同岗位的生产率,可将员工配置到效率更高岗位。工作匹配模型强调工作轮换过程中的学习机制会提升企业人力资本配置效率,导致高管人力资本配置效率高于底层员工,造成的结果是高管平均生产率更高并取得更高收入。Gabaix and Landier(2008)的管理才能市场竞争模型发展了工作匹配模型用于解释 CEO 报酬增长现象。^[20]在 Gabaix and Landier(2008)的模型中,不同能力的 CEO 通过竞争方式配置给不同企业。模型发现,高能力 CEO 往往被规模较大的公司所聘用,CEO 报酬依赖于所处公司规模及全部公司规模,较少的 CEO 能力差异也会导致不同 CEO 间报酬的较大差异。据此, Gabaix and Landier(2008)认为,公司规模可以解释 CEO 报酬方式、以及不同公司之间、不同时间、不同国别之间 CEO 报酬存在的差异。

在竞争的劳动力市场中,能力和风险厌恶程度不同的管理者被不同企业所雇用。基于此,Edmans, Gabaix(2011)^[21]将风险厌恶因素纳入到能力匹配模型以考察 CEO 配置、报酬等特征。模型结论为:(1)在不考虑道德风险时,高能力 CEO 就职于大规模公司。但代理问题会导致管理才能错配。(2)CEO 承担较大风险将要求更高风险溢价,高风险公司不但会雇用能力较低的 CEO,同时也会支付给 CEO 超过其能力的报酬。(3)CEO 风险厌恶程度越高或者公司越喜好风险,公司给予 CEO 的激励越强。模型还发现:外部工作机会提高 CEO 报酬,导致企业雇用较低能力的 CEO;外部工作机会越多,CEO 报酬越高,企业现任 CEO 平均能力越低。Baranchuk et al.(2011)则在假定经理人市场为管理才能有限供给的竞争性市场基础上发展出明星模型。^[22]模型预测,能力强的管理者付出更多努力并经营更多项目,从而得到更多报酬。模型认为公司规模与 CEO 报酬内生于管理者能力与努力,较好地解释 CEO 报酬大幅增长、大公司 CEO 报酬业绩敏感度较低等经济现象。

(四) 简要述评

企业不同特征导致对高管的需求存在差异,经理人市场的变化也将影响高管需求方式,进而影响管理者报酬特征。Hermalin(2005)、Murphy and Zábojník(2007)分别通过董事会勤勉程度、通用与专业管理才能重要性的变化,而诸如 Gabaix and Landier(2008)等则通过工作匹配模型解释了美国公司高管相关的显著变迁特征。这些管理才能配置模型表明高管报酬大幅增长、高管报酬业绩敏感度持续变低、公司规模对高管薪酬的解释程度越来越强可能是在经理人市场变化情况下的内生结果,提供了完全不同于委托代理理论认为高管乐于构建公司帝国的观点,从而为理解 CEO 报酬变化趋势、以及 CEO 报酬与公司规模之间的关系等经济现象提供了更为广阔的视角。

五、总结与研究展望

综上所述,许多文献从激励、学习机制、才能配置等方面构建理论模型对经理人治理相关经济现象提供

了不同经济解释。比如,关于经理人报酬业绩敏感度较低且下降的趋势,Zabojnik(2001)模型认为经理人风险厌恶而Chen & Leng(2004)认为管理者逆向选择行为可以说明此现象。关于CEO报酬快速增长,Murphy and Zabojnik(2007)认为是通用管理才能相对重要性增加及经理人市场竞争所致,Bebchuk, et al., (2002)^[23]将此解释为权力过大CEO的掘壕自肥行为,而Gabaix and Landier(2008)和Baranchuk et al. (2011)则认为是管理才能市场化配置的内生结果。

未来研究可沿以下几方面继续探索:一是梳理各理论模型之间的差异并进行经验检验。不同理论具有不同推论。例如激励理论认为,早期高管报酬与企业业绩敏感度较低,而后期敏感度则较高,而学习理论的预测正好相反(Murphy, 1986)。此方面一个研究领域是,找出现有主流理论之间的差异并以经验研究去检验各理论对经理人市场相关经济现象的解释能力。二是构建符合我国经理人特征的理论模型并进行经验检验。市场经济转型过程中,我国不同经济发展区域、不同性质企业面对的经理人市场存在较大差异,此差异正好为发展和检验经理人治理理论对我国经济现象的解释能力提供了可能。三是关注经理人市场竞争对公司财务与会计政策的影响。经理人市场为有限竞争的劳动力市场,不同市场状态下经理人行为存在差异。在理清经理人市场治理机理基础上,可研究不同经理人市场状态下职业关注、学习、高管权力等因素对公司资源配置效率、代理成本、融资和投资等的影响,并可将研究拓展到会计与审计领域。

参考文献:

- [1] Fee C. and C. Hadlock. Raids, Rewards, and Reputations in the Market for Managerial Talent [J]. Review of Financial Studies, 2003, 16(4): 1315 – 1357.
- [2] Gillan Stuart L. Recent Developments in Corporate Governance: An Overview [J]. Journal of Corporate Finance, 2006, 12(3): 381 – 402.
- [3] Fama, E, Jensen M. C. Separation of Ownership and Control [J]. Journal of Law and Economics [J]. 1983, 26(2): 301 – 325
- [4] Jensen, M. C, W. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure [J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3(4): 305 – 360.
- [5] Murphy K. J. Incentives, Learning, and Compensation: A Theoretical and Empirical Investigation of Managerial Labor Contracts [J]. The RAND Journal of Economics, 1986, 17(1): 59 – 76.
- [6] Jensen, M. C, and K. J. Murphy. Performance Pay and Top Management Incentives. Journal of Political Economy, 1990, 98(2): 225 – 264.
- [7] Chen Hui, Leng Fei. Pay – Performance Sensitivity in a Heterogeneous Managerial Labor Market [J]. Journal of Management Accounting Research, 2004, 16(1): 19 – 33.
- [8] Fama, E. Agency Problems and the Theory of the Firm [J]. Journal of Political Economy, 1980, 88(2): 288 – 307.
- [9] Holmstrom, B. Managerial incentive problems: a dynamic perspective. In Essays in Economics and Management in Honor of Lars Wahlbeck. Helsinki: Swedish School of Economics. 1982.
- [10] Zabojnik J. On the Efficiency of Markets for Managers [J]. Economic Theory, 2001, 18(3): 701 – 710.
- [11] Tadelis Steven. The Market for Reputations as an Incentive Mechanism [J]. Journal of Political Economy, 2002, 110(4): 854 – 882.
- [12] Gibbons, R., and Murphy K. J. Optimal Incentive Contracts in the Presence of Career Concerns: Theory and Evidence [J]. Journal of Political Economy, 1992, 100(3): 468 – 505.
- [13] Milbourn, Todd T. CEO Reputation and Stock – based Compensation [J]. Journal of Financial Economics, 2003, 68(2): 233 – 262.
- [14] Harris, M. and Holmstrom, B. A Theory of Wage Dynamics [J]. Review of Economic Studies, 1982, 49(3): 315 – 333.

- [15] Taylor J. CEO Pay and CEO Power: Evidence from a Dynamic Learning Model ,Working paper ,The Wharton School ,University of Pennsylvania ,Philadelphia. 2010
- [16] Chan W. External Recruitment versus Internal Promotion [J]. Journal of Labor Economics ,1996 ,14(4) : 555 – 570.
- [17] Hermalin BE. Trends in Corporate Governance [J]. Journal of Finance 2005 60(5) : 2351 – 2384.
- [18] Murphy. K. J. ,and J. Zabochnik. Managerial Capital and the Market for CEOs ,working paper ,[http: //ssrn. com/abstract = 984376](http://ssrn.com/abstract=984376). 2007.
- [19] Conyon Martin J. ,Laura E. Read. A Model of the Supply of Executives for Outside Directorships [J]. Journal of Corporate Finance 2006 12(3) : 645 – 659.
- [20] Gabaix X. ,and A. Landier. Why Has CEO Pay Increased So Much? [J]. Quarterly Journal of Economics , 2008 123(1) : 49 – 100.
- [21] Edmans A. ,and X. Gabaix. The Effect of Risk on the CEO Market [J]. Review of Financial Studies 2011 24 (8) : 2822 – 2863.
- [22] Baranchuk. N. ,MacDonald. G. Jun Yang. The Economics of Super Managers [J]. The Review of Financial Studies 2011 24(10) : 3321 – 3368.
- [23] Bebchuk Lucian ,Jesse Fried ,and David Walker. Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation [J]. University of Chicago Law Review 2002 69: 751 – 846.

A Review of Theoretical Models about Manager Governance

YUAN Chunsheng , WU Lili

(College of Finance ,Jiangxi Normal University ,Nanchang 330022 China)

Abstract: For some decades researches of improving corporate governance by reducing agency cost of managers are booming and the research of manager governance mechanism is a branch. The role of manager governance has been paid great attention by academe and many competitive theories have been made to explain the related economic phenomena of manager from the angle of labor market change. This paper briefly reviewed the theoretical models of incentive ,learning ability and administrative ability for managers ,and the future researches of manager governance was discussed and developed.

Key words: incentive model; learning model; manager authority; administrative ability

(责任编辑: 张秋虹)