

经理人市场治理实证研究述评与启示

袁春生, 汪 青

(江西师范大学 财政金融学院 江西 南昌 330022)

摘要: 作为公司财务、人力资源以及劳动经济学等多学科交叉研究领域,近年来经理人市场的治理作用及其机制引起了国内外学者的广泛关注,并取得了较为丰富的研究成果。文章在系统梳理经理人市场治理相关研究文献的基础上,提出经理人市场治理机制分析框架,然后从公司高管选聘、更换、报酬激励与声誉激励等方面对国外经理人市场治理相关实证研究进行回顾,最后进一步指出对我国该领域的研究启示。

关键词: 经理人市场; 公司治理; 高管聘用; 报酬激励; 声誉机制

中图分类号: F276.6 **文献标识码:** A **文章编号:** 2095-0098(2015)04-0048-11

一、引言

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市场治理作用的相关研究。经理人市场的治理角色在学术界倍受关注,^[1]此方面的原创性思想源于 Fama (1980)、Holmstrom (1982)、以及 Fama 和 Jensen (1983) 等,^[2-4]认为来自劳动力市场的压力和职业声誉的关注对公司董事会成员和管理层等公司高管具有约束作用,经理人市场竞争可以充当隐性激励机制以替代显性激励。许多经验研究文献也支持经理人市场是一种有效的外部公司治理机制,业绩良好且稳定的公司其 CEO 或董事会成员有更佳的个人发展机会,未来更可能在规模大、声望好的公司任职,^[5-6]而公司业绩不佳的高管则很可能被终止聘用合同且难以谋取新职位。^[7-8]西方发达国家有关经理人市场治理作用的研究积累了丰富的成果,然而我国经理人市场发育尚不完善,对经理人市场的治理机制的实证研究还有待深化。为此,本文在提出经理人市场治理分析框架的基础上,从高管选聘与更换、高管报酬激励、声誉激励等方面对经理人市场相关经验研究进行简要介绍与评述。

二、经理人市场之治理机制: 一个分析框架

股权分散下的公司治理问题之一是股东与经营者间的代理问题。在此方面公司治理主要解决两类问题:一是逆向选择问题,以保证选出优秀的管理层;二是道德风险问题,以促使管理层按照股东利益进行决策。管理层的雇用合同不仅要考虑如何刺激管理者的努力程度,也应考虑如何选择合适管理者。^[9]基于

收稿日期: 2015-03-20

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); 江西省社会科学规划一般项目“政府干预、市场化改革与国有企业的高管激励”(14GL52)

作者简介: 袁春生(1973-),男,江西吉水人,博士,副教授,研究方向为公司治理; 汪青(1989-),男,江西万载人,会计学硕士研究生。

经理人逆向选择和道德风险问题,本文提出如图1所示的经理人市场治理机制分析框架。经理人市场主要通过三类机制对公司高管形成约束:一是高管选聘机制,即通过选聘将合适的管理者配置到公司管理层;二是高管更换机制,即通过替换不合格的高管以纠正管理者才能错配问题;三是激励机制,即通过报酬激励与声誉激励促使公司高管为股东的利益服务。高管选聘机制解决高管聘用中的逆向选择问题,而高管更换与激励机制则主要治理高管道德风险问题。经理人市场三类治理机制的效率,应以能否提高公司业绩及股东利益为衡量标准。本文遵从图1提供的分析框架,从高管选聘、高管更换、高管报酬激励与声誉激励等方面对经理人市场治理机制相关国际实证研究文献进行回顾。

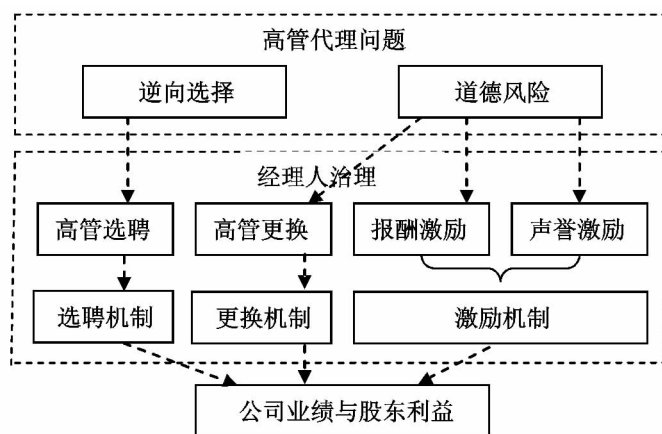


图1 经理人市场治理分析框架

三、高管选聘行为研究

(一) 高管管理才能需求: 内部提拔还是外部招聘

企业是采用内部提拔还是外部招聘方式选择高管存在经济利益的权衡。资产专用性理论认为,内部提拔可以保护企业及员工的专用性人力资本投资,并可充当内部职工努力工作的激励手段,因而企业往往倾向于采用内部提拔方式选聘高管。当外部候选人与内部候选人能力相差无几或者虽然能力比内部候选人强,但存在多个内部候选人时,公司更可能任命内部候选人为CEO。^[10]外部候选人在竞争CEO职位过程中处于不利地位,原因在于内部提拔CEO方式能为公司内部管理者努力工作提供激励。^[10-11]Alberto和Pedro(2006)^[12]调查发现:(1)长期雇用合同比例较高、技术变化较快的企业更倾向于采用内部提拔方式补充管理岗位空缺;(2)招聘员工时更关注员工获取新知识能力、个性及团队工作能力的企业更倾向于采用内部提拔方式补充管理人员,对在职员工经常采用业绩评价系统的企业亦为如此;(3)监管强度、工作是否需要团队合作、激励机制的采用与内部提拔并不显著正相关。Alberto和Pedro(2006)的研究结果与人力资本存在资产专用性的理论一致。^[12]考虑到高管的管理知识存在资产专用特性,不同类型的企业将专用管理知识转移给公司新任高管的难易程度将会影响到公司高管的选聘方式。Naveen(2006)^[13]发现,企业将内部候选人提拔到CEO职位与公司规模、多元化经营、行业结构等相关,原因在于这些因素影响公司将专用知识转移给新任CEO的难易程度,导致组织越复杂、多元化经营的公司更多采用内部提拔方式选择CEO。

尽管内部提拔高管的比例较高,但是近几十年来公司从外部招聘而不是从公司内部提拔CEO的比例越来越高,公司存在积极寻找外部CEO到公司担任董事的现象。^[14]在1970与1980年代,外部招聘CEO比例分别为15%与17%,1990年代超过25%的CEO来自于外部招聘,2000年代前五年外部招聘CEO比例上升到三分之一。^[15]在公司越来越倾向于从外部招聘CEO的同时,董事会中也出现了更多外部董事。^[16]外部招聘高管是否具有较好的效果,一些文献对此进行了实证分析,研究发现,从外部招聘高管的确符合股东利益。例如,Borokhovich et al.(1996)^[17]利用CEO续任样本的研究发现:公司外部董事比例与外聘CEO呈显著正

相关,此关系在前任 CEO 自愿离职和被迫离职的样本中都可以观察到;CEO 续任引发的股价变化显示,股东可以从外部高管被聘为公司 CEO 中获利,但是当公司内部候选人替代已解雇的 CEO 时,股东利益受损。Choi et al(2007)^[18]发现,聘用外部董事可提高公司的经营业绩。Fahlenbrach et al.(2010)^[14]的研究发现:将其它公司 CEO 聘为公司董事会成员会给公司带来认证效应;相对于任命其它类别外部董事而言,公司第一次任命其它公司 CEO 担任公司董事会成员导致的股票价格反应更高。不过,Fahlenbrach et al.(2010)^[14]意外发现,此类聘用对公司经营业绩、经营决策及公司 CEO 报酬并没有产生显著影响。

(二) 高管管理才能供给:外部董事市场的研究

让公司高管到其他企业担任外部董事可以提升本公司的管理效率,因此一些公司会同意高管在外兼任其它职务。Canyon 和 Read(2006)^[19]等认为,接受其它公司的董事职位可使公司高管有机会将本公司战略与其它公司进行对比、扩展 CEO 的视野、接触到不同的公司管理风格,从而可使公司高管变为更有效率的管理者,从而使公司受益。Masulis 和 Mobbs(2011)^[20]研究确实表明,公司董事在外担任其它公司董事有利于本公司股东:公司董事在外担任外部董事的公司其经营业绩更好、市值与账面价值比更高,在公司监督较为困难时更为如此;此类公司会做出更好的并购决策、持有更多现金、高估盈余的情形更少;担任外部董事的公告会提升公司股东财富,而公司董事离开其它公司的外部董事职位则会降低股东财富。

但是外部董事职位也会占用高管较多时间,因此公司是否同意高管担任外部董事同样存在收益与成本的权衡。^[15]Booth 和 Deli(1996)^[21]对 CEO 在外担任外部董事职位数量影响因素的调查发现:高增长机会公司其 CEO 担任的外部董事职位数量相对较少;当 CEO 逐渐把决策权移交给最终继任者时,他们会担任较多的外部董事职位;当两个不同公司的雇员(不一定是 CEO)相互在对方公司董事会中担任外部董事时,此类公司的 CEO 也会担任更多的外部董事职位;CEO 并不是因拥有较多不受制约的职务消费而担任外部董事。Perry 和 Peyer(2005)^[22]关于公司高管接受外部董事职位所引发的财富效应的研究发现,当代理成本较低时,公司高管接受外部董事职位,公司股东可以因此受益,但当代理成本较高时,公司高管接受外部董事职位的市场反应为负,这意味着代理成本较高的公司其高管担任其它公司的董事带给本公司股东的收益不能弥补损失。CEO 更愿意接受地理位置相近、执行相似的财务与投资政策、公司治理与本公司相似、较具声望的公司外部董事职位聘用邀请,^[14]原因在于此类公司外部董事职位给 CEO 带来市场声誉及网络机会的同时,并不过多增加其工作负担。Booth 和 Deli(1996)^[21]、Perry 和 Peyer(2005)^[22]、以及 Fahlenbrach et al.(2010)^[14]的发现都支持 Murphy 和 Zábajník(2007)^[15]关于外部董事供给权衡模型的观点。

四、高管更换机制研究

(一) 高管更换特征

一是高管更换频率越来越高。许多研究发现,近二十年来高管更换的频率越来越高。如 Kaplan 和 Minton(2012)^[23]发现,1992-2007 年间 CEO 更换的比例为 15.8%,远大于以前年份,2000-2007 年间的 CEO 更换比例为 16.8%。导致 CEO 更换频率提高的一个重要因素是公司外聘董事较多。通常,外部董事比例越高的公司,董事会的独立性越强,导致公司 CEO 更容易因差强人意的业绩而被替换掉。另外,CEO 的来源也会影响董事会的独立性,通过内部选拔的 CEO 与公司董事会存在千丝万缕的联系,导致董事会更难以独立于 CEO,因此内部提拔的 CEO 更不容易被更换。此方面,Hermalin(2005)^[16]的研究发现,外部招聘的 CEO 被更换的频率相对较高。二是高管任期越来越短。与高管更换更加频繁相伴的是,高管任期越来越短,公司 CEO 任期自 1970 年代以来一直呈下降趋势,^[24]2000-2007 年间 CEO 平均任期低于 6 年^[23],而且外部招聘的 CEO 平均任期短于内部提拔的 CEO。^[16]

(二) 高管更换与公司业绩的关系

理论上,活跃的经理人市场可及时更换掉能力低下的高管,从而有助于缓和股东与高管间的代理问题、

维护股东的利益。此方面许多早期经验文献如 Coughlan 和 Schmidt(1985)、Warner et al.(1988)^[25-26]发现,差强人意的公司业绩直接提高了 CEO 被迫让位的可能性。随后 Kaplan 和 Reishus(1990)^[7]、Harford(2003)^[8]、以及 Gillan(2006)^[27]等大量的经验研究表明,业绩差的高管更容易被能力更强的经理人所替换,低劣的企业业绩是导致公司高管变更的基本动因。Kaplan 和 Minton(2012)^[23]专门对 CEO 更换特点及其原因进行的分析发现,由董事会驱动的 CEO 内部更替与公司股票市场的表现显著相关,且自 2000 年以来此相关程度更为显著,绩差公司的 CEO 越来越容易被更换。不过, Gibson(2003)^[28]利用 8 个新兴市场 1200 多家公司为样本的研究却没有得到一致结果,公司业绩较差时 CEO 容易丢掉工作,但利用拥有本国大股东的公司为子样本的研究却发现公司业绩与 CEO 更替二者之间并没有明显的联系。

高管变更与公司业绩的敏感性受投资者法律保护、股权结构、董事会权力结构等治理机制的影响。Gibson(2003)^[28]指出,在投资者法律保护较差的国家,由于缺乏严格执行的监督和约束机制,大股东的存在特别是当大股东同时兼任公司管理者时,将增强管理者的壕沟效应(Entrenchment effect),从而削弱高管变更与公司业绩的敏感度。Goyal 和 Park(2002)^[29]也发现,当总经理与董事长两职合一时,CEO 变更与经营绩效的敏感度较低,CEO 更替的业绩敏感度还与大股东股权比例以及董事会独立性相关联。^[23]另外,公司管理复杂程度会影响 CEO 聘用的决策,业务多元化与单一化公司面临的经理人市场存在差异,导致 CEO 更换与业绩的敏感度存在差异。Berry et al.(2006)^[30]发现:在业务多元化公司,CEO 更换无论是与会计业绩还是股票业绩都不敏感,但业务单一公司的 CEO 更换则与公司业绩很敏感;多元化经营公司 CEO 被迫离职的情形低于业务单一公司;多元化公司的 CEO 续任者往往年纪更大、接受过更多教育、公司支付给 CEO 续任者的报酬也更高。业务多元化公司的 CEO 更难被更换,可能的原因是多元化经营的公司其管理更为复杂,专用管理技能相对更为重要。

(三) 以高管突然逝世为样本的研究

作为特殊原因的高管更换,高管突然逝世与被迫离职相比,排除了事件窗期间其它事件的干扰。与退休相比,高管突然逝世几乎不可预测,因此 Chang et al.(2010)^[31]认为,CEO 突然逝世事件为检验 CEO 离职对公司前景的影响以及判断 CEO 对公司经营的重要性提供了非常清洁的研究样本。此方面,Johnson et al.(1985)^[32]的研究发现,总体上,CEO 突然逝世对公司股价没有影响,但是 CEO 报酬较高、业绩较好的公司在 CEO 逝世后股票超常回报较低,股价异常变化与高管作为创始人的地位以及高管的管理才能和决策责任有关。Nguyen 和 Nielsen(2010)^[33]通过高管突然逝世的股价反应来考察高管报酬与高管贡献的关系,其结果表明,对公司价值贡献大的管理者会得到较高报酬。这此以高管突然逝世为特殊样本的经验研究结果基本说明,资本市场能够识别出经理人能力的高低及其对企业贡献的大小,也间接说明了经理人市场为有效的公司治理机制。

五、经理人激励机制研究

(一) 高管能力、报酬与公司业绩的关系

当高管报酬与能力、工作努力程度、公司业绩这些因素正相关,高管并不是由于掌握较多权力而得到高额报酬时,经理人市场可以认为是有效的。Milbourn(2003)^[34]的分析表明,基于股票的报酬业绩敏感度与 CEO 能力显著正相关,不同 CEO 之间报酬的差异大部分可归因于 CEO 生产率的差异。Chang et al.(2010)^[31]的研究发现:CEO 离职导致的股价变化与离职前的公司业绩及 CEO 报酬显著负相关;离职前公司业绩越好,CEO 离职后更能寻找到好工作;CEO 离职前公司业绩越好、CEO 报酬越高、离职时股价下降幅度越大的公司,在 CEO 离职后公司业绩变得更差。此研究结果否定了公司业绩差异完全是由于非 CEO 因素如公司资产、员工或运气所导致,表明 CEO 能力对于企业业绩至关重要。Murphy 和 Zábojník(2007)^[15]的研究也表明,外聘 CEO 报酬高于内部提拔 CEO,近期 CEO 平均薪酬增加与外部招聘 CEO 比例的增加有关,而

不是管理者掘壕自守的结果,外聘 CEO 比例的增长反映了管理者能力特别是通用管理能力对企业经营越来越重要。Cremers 和 Grinstein(2011)^[35]的研究进一步细化了 CEO 管理才能与报酬之间的关系,他们发现,在 CEO 管理才能不是公司专用性资产的行业,CEO 报酬往往参照其它企业标准来确定,而当 CEO 管理才能呈现较高的资产专用性特征时,其报酬呈现出较为严重的运气报酬。上述结果表明 CEO 能力、公司业绩及 CEO 报酬之间存在显著的因果关系,从而证明经理人市场治理的有效性。

高管报酬业绩敏感度的研究也能够为经理人市场是否为有效治理机制提供证据。Jensen 和 Murphy(1990)^[36]观察到的 CEO 报酬业绩敏感度只有 0.325%,他们认为是公共政治压力等因素导致 CEO 报酬水平及报酬业绩敏感度自 1930 年代开始持续降低。较低的报酬业绩敏感度低于最优合同理论的预测。^{[9][36-37]}许多学者为此提供了各种解释:高管的人力资本并不重要、代理问题并不严重,^[38]诸如产品市场与经理人市场已对经理人提供了足够的监督。^{[2][39]}Chen 和 Leng(2004)^[9]则提供了不同的解释,其模型显示,在异质的经理人市场,考虑逆向选择后的最优合同中经理人报酬业绩敏感度较低,当经理人市场中高能力经理人所占比例上升时,平均的经理人报酬业绩敏感度会增加,利用经理人年龄与任期作为经理人能力代理变量的经验研究结果确实验证了他们理论模型的预测。不过,关于高管报酬业绩敏感度问题,Frydman 和 Saks(2010)^[40]利用 1936-2005 年间长期数据得出的结果与 Jensen 和 Murphy(1990)^[36]的观点完全不同,在过去 30 年间,高管财富与业绩敏感度较强,报酬契约可以将管理者与股东利益紧密联系起来。Frydman 和 Saks(2010)^[40]认为长期数据更有说明力。可见,高管报酬业绩敏感度的相关研究并没有达成一致结论,主要分歧在于高管报酬业绩敏感度到底是在降低还是在增强?有效的经理人市场中高管报酬应具备什么样的特征?经理市场在塑造高管报酬业绩敏感度中起到什么样的作用?这些问题还有待讨论。

(二) 高管报酬是否过高

过去 20 多年来公司高管报酬的持续增长、报酬业绩敏感度较低等现象引发了公众对高管自定薪酬的质疑。公众与媒介普遍批评美国公司 CEO 薪酬过高、高管报酬不是由业绩决定、董事会对 CEO 的激励与监督乏善可陈。^[41]不过 Kaplan(2008)^[24]认为此批评并不正确:虽然美国的公司治理并不完善,但大量证据表明 CEO 报酬主要由市场压力决定,高管报酬与业绩密切相关,董事会对 CEO 起到了良好的监督作用;自 1970 年代以来 CEO 任期越来越短,CEO 更换越来越与股票业绩紧密相关;CEO 报酬更加透明、股东积极行为增加、董事会更多采用多数票规则减少了高管报酬中不合理部分。Hall 和 Liebman(1998)^[42]也否定了高管报酬过高的批评,其证据与企业高管如同官僚一样获得报酬的观点不同:公司业绩与 CEO 报酬呈强相关,此相关关系主要是 CEO 所持股票及股票期权所导致;CEO 报酬及其与公司业绩的敏感度自 1980 年代以来得到了显著提高。

跨国比较也许能为高管报酬是否过高的争论提供部分证据。Canyon 和 Murphy(2000)^[43]发现,1997 年美国公司 CEO 获得的现金报酬及全部报酬分别比英国公司 CEO 高出 45% 与 190%,表明美国公司 CEO 报酬过高。不过随后 Canyon et al.(2011)^[44]的研究却又提供了更有力的相反证据:在控制公司及行业特征后美国公司 CEO 报酬的确更高,股权与期权激励也比英国公司 CEO 多,但是经风险调整后美国公司 CEO 并没有获得高于英国同行的报酬。Fernandes et al.(2013)^[45]利用 14 个国家 CEO 报酬数据的研究也得出与 Canyon et al.(2011)^[44]同样的结论并支持 Kaplan(2008)^[24]的观点:美国公司 CEO 报酬溢价较为适中,高报酬主要反映了机构投资者及独立董事所要求的基于公司业绩的报酬;美国公司与非美国公司 CEO 报酬并不存在显著差异。Kaplan 和 Rauh(2010)^[46]关于高收入群体中收入不平等的研究也否定了公司高管报酬过高的论断:1994-2004 年间公众公司高管占高收入群体的比重虽然有所上升,但非金融行业公司高管及 CEO 在高收入群体中所占比例远低于金融行业员工所占比重。

Kaplan(2012)^[47]进一步对美国 CEO 薪酬过高并且在不断增长、CEO 并不是依据绩效获得报酬、CEO 没有因不良绩效而受到董事会惩罚这三个普遍的观点进行了探讨,作者发现:第一,虽然 CEO 薪酬在 1990 年

代有实质性增长,但随后却下降了。目前 CEO 薪酬与其它高收入群体(如律师、对冲基金以及风险投资者等)的比值只停留在 1990 年代早期,大公司 CEO 薪酬与公司市场价值之比与 1970 年代后期大致相当并低于 1960 年代;第二,过去 3 年间,实际收入位于前 20% 的 CEO 其公司股票回报率高于同行业其它公司 60%,而实际收入位于后 20% 的 CEO 其公司股票回报率低于同行业其它公司 20%;第三,自 1998 年以来财富 500 强 CEO 每年有六分之一的 CEO 丢掉了工作,而 1970 年代此比率只有十分之一。而且 CEO 更替与不良公司股票业绩密切相关,CEO 经常因公司业绩差而董事会开除,CEO 离职与公司业绩的敏感度随董事会质量而显著增加。Kaplan(2012)^[47]认为,大样本和长期证据支持经理市场是 CEO 薪酬的重要决定因素。同时,相对于过去数十年,现在公司董事会很好地履行了监管职能,股东投票决定高管薪酬的积极效果表明管理才能的竞争性市场对高管薪酬具有重要作用。总之,尽管大量证据表明高管报酬过高、报酬业绩敏感度较低,但对此仍然存在较大争议。采用长期等更合理的数据对高管报酬相关变化特征进行总结,同时探讨高管薪酬变化背后的内在动因,将是经理人市场治理研究领域的一大挑战。

六、经理人声誉机制

(一) 公司业绩与高管职业前景

许多研究从公司业绩与高管职业前景的关系对经理人声誉机制进行了检验。Kaplan 和 Reishus(1990)^[7]研究表明,在业绩差公司任职的董事不太容易被聘任为其他公司的外部董事。Brickley et al.(1999)^[5]发现,已退休的 CEO 在二年内担任公司董事或其它公司外部董事的可能性与其 CEO 任职期间的公司业绩正相关。Yermack(2004)^[6]对财富 500 强公司独立董事激励的研究发现,来自公司业绩良好时可获得更多外部董事职位的激励占独立董事激励的一半。Harford(2003)^[8]则研究了兼并收购中的董事更替现象,他发现,目标公司的董事更可能被迫离职,离职后较难找到新的董事职位,并购使目标公司的外部董事遭受财务损失,他们将面临因履行监督职能失败而由外部董事市场实施的惩罚。Coles 和 Hoi(2003)^[48]的研究表明,反接管保护条款的董事获得外部董事职位的机会、以及保留现有董事职位的可能性,分别是赞成接管保护董事的 3 倍与 1.3 倍。Chang et al.(2010)^[31]也发现,报酬高、公司业绩好的 CEO 离职后能寻找到更好的工作岗位。这些研究成果说明了公司业绩与外部职业前景存在显著的相关关系,表明经理人市场中的职业前景对经理人有重要的激励作用。

(二) 高管声誉与报酬

较高市场声誉将使高管获得较高报酬,这是经理人声誉机制运行的前提,由此可通过检验高管声誉与报酬关系来观察经理人声誉机制是否发挥作用。Gibbons 和 Murphy(1992)^[49]对报酬业绩敏感度与距离离任年度、CEO 任期的关系进行分析,以检验职业关注是否会导致 CEO 临近退休时显性激励更强而隐性激励较弱,作者发现,CEO 越临近退休时报酬业绩敏感度越强。Milbourn(2003)^[34]在研究高管声誉与报酬业绩之间关系时,利用以下四个指标作为经理人声誉的代理变量:CEO 任期、CEO 是否为外部招聘、CEO 姓名在各种商业报刊杂志中出现的次数、CEO 任期内经行业调整的企业业绩,研究发现,上述 CEO 声誉代理变量都与基于股票的报酬业绩敏感度显著正相关。Persons(2006)^[50]对美国公司舞弊或诉讼案被揭露后效应的研究发现:与未舞弊公司相比,公司舞弊或诉讼被揭露后高管平均现金报酬增加幅度远低于未舞弊公司;当公司利润较低、公司过去发生过舞弊行为、薪酬委员会规模较小以及董事之间交流较频繁时,舞弊公司更可能降低公司高管的现金报酬。Majdi 和 Rahman(2011)^[51]研究发现:在舞弊事件被揭露后第二年舞弊与诉讼公司高管报酬下降 6%,而未舞弊公司高管同期报酬增长了 8.08%;舞弊公司新任命的公司高管其报酬低于未舞弊公司高管。这些研究表明,好的市场声誉可以为高管带来较高的报酬业绩敏感度,而坏的市场声誉(例如涉及舞弊)则直接降低高管的现金报酬,从而证实了经理人市场声誉机制确实发挥着治理作用。

(三) 公司舞弊后的高管更换与职业前景

在运行良好的经理人市场中,不良的声誉记录导致经理人更容易被更换。在发生过财务舞弊的公司,高管更换率往往较高,其原因在于,为获取资源及寻求外部支持导致舞弊公司董事会更可能解雇声誉受损的董事成员。^[52] Srinivasan(2005)^[53]发现,有过财务报表重述经历的公司其外部董事被更换的可能性较高。Desai et al.(2006)^[54]的研究发现,60%的舞弊公司在24个月内至少有一名经理人离职,而对比未舞弊公司此比例只有35%。Ertimura et al.(2012)^[55]以存在倒填期权日期舞弊行为的公司为样本,研究发现,涉案公司的薪酬委员会成员将会受到严格惩罚:投票权受到限制、更容易被替换。Persons(2006)^[50]发现,与未舞弊公司相比,舞弊或诉讼被揭露的公司其高管更换率较高,特别地,当CEO不兼任董事长或CEO担任董事职位时间较短时舞弊公司更可能更换高管。

与此同时,舞弊公司的高管不仅更容易被更换,不良的声誉记录也会影响高管在劳动力市场的职业前景。与未舞弊公司离职经理相比,舞弊公司离职经理在劳动力市场的就业前景更加暗淡。^[54] Srinivasan(2005)^[53]的研究表明,因财务重述而被更换的外部董事更难找到新的外部董事职位。Fich和Shivdasani(2007)^[56]发现:面临财务舞弊诉讼后,舞弊公司外部董事在其它公司的董事职位数量显著下降;当外部董事对舞弊负有更大责任和公司舞弊更严重时,舞弊公司外部董事在其它公司的董事职位数量下降更多;与舞弊公司有相同董事的其它公司其公司价值下降;治理良好的未舞弊公司中,与舞弊公司的舞弊行为有牵连的董事更可能离职,其离职增加会降低这些公司的价值。

依据声誉理论,当公司高管或董事因舞弊而遭到集团诉讼时,公司中其它高管或董事也将遭受声誉惩罚。目前大多数研究发现,经理人声誉机制会导致合意的结果,经理人市场会以较高报酬、较好职业前景奖励声誉良好的公司高管,并会惩罚舞弊公司及其高管,但也有部分研究发现声誉机制并不能够完全发挥治理作用。Agrawal et al.(1999)^[57]以舞弊及配对未舞弊公司为样本对此进行了研究,单变量分析发现,舞弊公司管理层及董事被更换的可能性更高,此结果与声誉理论预测一致,但是,在控制公司特征后的多变量检验结果却发现管理层及董事更换与公司舞弊并不存在显著的相关关系。Helland(2006)^[58]的经验研究也表明,法律诉讼并未给公司独立董事的声誉带来负面影响,被诉讼公司独立董事反而获得了更多的独立董事职位。声誉机制在董事成员的事前激励方面并没有提供足够的监督(Ertimura et al., 2012)^[55]说明来自董事市场这一特殊经理人市场的监督非常松懈。

七、小结与研究启示

综上所述,国外经理人市场治理的经验研究主要围绕公司高管的逆向选择与道德风险问题,从高管选聘、高管更替、高管报酬与声誉机制等多方面展开了研究。许多研究表明,高管更替与公司业绩紧密相关,高管能力、高管报酬及公司价值之间存在显著相关关系,公司高管并没有得到过高报酬,职业关注引发的隐性声誉激励也在发挥作用,经理人市场是较为有效的外部治理机制。但是,同样也有研究表明经理人市场治理并非十分有效。尽管经理人市场的治理功能被许多学者提及,但相对于公司董事会及产品市场竞争等治理机制的丰富成果而言,经理人市场治理机制的相关研究还相对缺乏。而且目前经理人市场的治理研究主要以欧美国家为背景展开,而我国经理人市场与欧美迥异。我国不同经济区域、不同性质的企业其经理人市场存在较大差异,此差异为研究者从经理人市场角度解释我国企业经济行为提供了丰富机会,未来研究可重点关注以下几方面:

一是理清我国经理人市场变迁的相关特征。尽管国外文献普遍认为经理人市场呈现高管报酬快速增长、报酬业绩敏感度持续降低、高管报酬与公司规模相关程度增强、外部招聘高管比例逐渐提高、高管更换更加频繁等特征,但利用长期数据进行的分析却并不认同其中的一些观点。我国经理人市场治理相关研究的首要目标是,理清高管报酬变化、高管报酬与公司业绩和公司规模的相关性、以及高管与普通员工的收入差

异等方面的特征。

二是探究我国经理人市场变迁特征背后的动因。目前关于经理人市场变迁特征背后动因的相关研究仍然不足。比如独立董事比例的提高到底是通用管理才能相对重要性增加还是法律法规要求的结果?我国上市公司外聘高管是出于提高管理水平还是保护产权甚至获取资源的目的?高管报酬增长是经理人市场竞争加剧还是高管权力过大所致?此方面可从市场化进程、法治化进程、董事会制度变迁甚至企业类型等角度进行探索。

三是关注公司高管的聘用行为。目前大量文献关注高管聘用后的经济后果,而对于大型企业如上市公司如何聘用外部高管这一议题,鲜有文献涉及。公司治理研究不仅要关注高管聘后的道德风险问题还应关注高管聘用过程中的逆向选择问题。从管理才能需求与供给等方面关注我国公司高管的聘用行为,可为理解我国公司高管的代理问题提供新视角。

四是理清经理人市场治理功能的具体机理。目前经理人市场治理机制的研究,主要集中于高管聘用与更替、报酬激励、市场声誉,经理人市场的具体治理机制还有待进一步理清。

参考文献:

- [1] Fee C E. and Hadlock C J. Raids, Rewards, and Reputations in the Market for Managerial Talent [J]. *Review of Financial Studies*, 2003, 16(4): 1315 – 1357.
- [2] Fama E F. Agency Problems and the Theory of the Firm [J]. *Journal of Political Economy*, 1980, 88(2): 288 – 307.
- [3] Holmstrom B. Managerial Incentive Problem: A Dynamic Perspective. *Essays in Economics and Management in Honor of Lars Wahlbeck* [M]. Helsinki: Swedish School of Economics, 1982.
- [4] Fama E F. and Jensen M C. Separation of Ownership and Control [J]. *Journal of Law and Economics*, 1983, 26(2): 301 – 325.
- [5] Brickley J A., Linck J S. and Coles J L. What Happens to CEOs after They Retire? New Evidence on Career Concerns, Horizon Problems, and CEO Incentives [J]. *Journal of Financial Economics*, 1999, 52(3): 341 – 377.
- [6] Yermack D. Remuneration, Retention, and Reputation Incentives for Outside Directors [J]. *Journal of Finance*, 2004, 59(5): 2281 – 2308.
- [7] Kaplan S N. and Reishus D. Outside Directorships and Corporate Performance [J]. *Journal of Financial Economics*, 1990, 27(2): 389 – 410.
- [8] Harford J. Takeover Bids and Target Directors' Incentives: the Impact of a Bid on Directors' Wealth and Board Seats [J]. *Journal of Financial Economics*, 2003, 69(1): 51 – 83.
- [9] Chen H. and Leng F. Pay – Performance Sensitivity in a Heterogeneous Managerial Labor Market [J]. *Journal of management accounting research*, 2004, 16(1): 19 – 33.
- [10] Agrawal A., Knoeber C R. and Tsoulouhas T. Are Outsiders Handicapped in CEO Successions? [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2006, 12(3): 619 – 644.
- [11] Chan W. External Recruitment versus Internal Promotion [J]. *Journal of Labor Economics*, 1996, 14(4): 555 – 570.
- [12] Alberto Bayo – Moriones and Pedro Ortín – Ángel. Internal Promotion versus External Recruitment in Industrial Plants in Spain [J]. *Industrial and Labor Relations Review*, 2006, 59(3): 451 – 470.
- [13] Naveen L. Organizational Complexity and Succession Planning [J]. *Journal of Financial and Quantitative Anal-*

- ysis 2006(41):661-683.
- [14] Fahlenbrach R., Low A., and Stulz R M. Why do Firms Appoint CEOs as Outside Directors? [J]. Journal of Financial Economics 2010 97(1):12-32.
- [15] Murphy K J., and Zbojnik J. Managerial Capital and the Market for CEOs [EB/OL]. 2007, working paper <http://ssrn.com/abstract=984376>.
- [16] Hermalin B E. Trends in Corporate Governance [J]. Journal of Finance 2005 60(5):2351-2384.
- [17] Borokhovich K A., Parrino R., and Trapani T. Outside Directors and CEO Selection [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis 1996 31(3):337-355.
- [18] Choi J J., Park S W., Yoo S S. The Value of outside directors: evidence from corporate governance reform in Korea [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis 2007 42(4):941-962.
- [19] Conyon M J., and Read L E. A Model of the Supply of Executives for Outside Directorships [J]. Journal of Corporate Finance 2006 12(3):645-659.
- [20] Masulis R W., and Mobbs S. Are All Inside Directors the Same? Evidence from the External Directorship Market [J]. Journal of Finance 2011 66(3):823-872.
- [21] Booth J R., and Deli D N. Factors Affecting the Number of Outside Directorships Held by CEOs [J]. Journal of Financial Economics 1996 40(1):81-104.
- [22] Perry T., and Peyer U. Board Seat Accumulation by Executives: a Shareholder's Perspective [J]. Journal of Finance 2005 60(4):2083-2123.
- [23] Kaplan S N., and Minton B A. How has CEO Turnover Changed? [J]. International Review of Finance, 2012 12(1):57-87.
- [24] Kaplan S N. Are U. S. CEOs Overpaid? [J]. Academy of Management Perspectives 2008 22(2):5-20.
- [25] Coughlan A T., and Schmidt R M. Executive Compensation, Management Turnover, and Firm Performance: An Empirical Investigation [J]. Journal of Accounting and Economics 1985 7(1-3):43-66.
- [26] Warner J B., Watts R L., and Wruck K H. Stock Prices and Top Management Changes [J]. Journal of Financial Economics 1988 20(1-2):461-492.
- [27] Gillan S L. Recent Developments in Corporate Governance: An Overview [J]. Journal of Corporate Finance, 2006 12(3):381-402.
- [28] Gibson M S. Is Corporate Governance Ineffective in Emerging Markets? [J] Journal of Financial and Quantitative Analysis 2003 38(1):231-250.
- [29] Goya V K., and Park C W. Board Leadership Structure and CEO Turnover [J]. Journal of Corporate Finance, 2002 8(1):49-66.
- [30] Berry T K., Bizjak J M., Lemmon M L., and Naveen L. Organizational Complexity and CEO Labor Markets: Evidence from Diversified firms [J]. Journal of Corporate Finance 2006 12(4):797-817.
- [31] Chang Y Y., Dasgupta S., and Hilary G. CEO Ability, Pay, and Firm Performance [J]. Management Science, 2010 56(10):1633-1652.
- [32] Johnson W B., Magee R P., and Nagarajan N J., and Newman H A. An Analysis of the Stock Price Reaction to Sudden Executive Deaths: Implications for the Managerial Labor Market [J]. Journal of Accounting Economic 1985. 7(1-3):151-174.
- [33] Nguyen B D., and Nielsen K M. What Death can Tell: Are Executives Paid for Their Contributions to Firm Value? [EB/OL]. 2010, Working Paper <http://ssrn.com/abstract=1695366>.

- [34] Milbourn T T. CEO Reputation and Stock – based Compensation [J]. *Journal of Financial Economics* 2003 68 (2) : 233 – 262.
- [35] Cremers M. ,and Grinstein Y. Does the Market for CEO Talent Explain Controversial CEO Pay Practices? [EB/OL]. 2011 ,Working Paper ,http: //ssrn. com/abstract = 1108761
- [36] Jensen M C. ,and Murphy K J. Performance Pay and Top – management Incentives [J]. *Journal of Political Economy* ,1990 98(2) : 225 – 264.
- [37] Zabojnik J. On the Efficiency of Markets for Managers [J]. *Economic Theory* 2001 18(3) : 701 – 710.
- [38] Garvey G T. ,and Swan P L. The Economics of Corporate Governance: Beyond the Marshallian Firm [J]. *Journal of Corporate Finance* ,1994 1(2) : 139 – 174.
- [39] Aggarwal R K. ,and Samwick A A. Executive Compensation ,Strategic Competition ,and Relative Performance Evaluation: Theory and Evidence [J]. *Journal of Finance* ,1999 54(6) : 1999 – 2043.
- [40] Frydman C. ,Saks R E. Executive Compensation: A New View from a Long – term Perspective ,1936 – 2005 [J]. *Review of Financial Studies* 2010 23(5) : 2109 – 2138.
- [41] Bebchuk L A. ,and Fried J M. Pay without Performance: Overview of the Issues [J]. *Journal of Applied Corporate Finance* 2005 17(4) : 8 – 23.
- [42] Hall B J. ,Liebman J B. Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats? [J]. *Quarterly Journal of Economics* , 1998 113(3) : 653 – 691.
- [43] Conyon M J. ,and Murphy K J. The Prince and the Pauper? CEO Pay in the United States and United Kingdom [J]. *Economic Journal* 2000 110(467) : 640 – 671.
- [44] Conyon M J. ,Core J E. ,and Guay W R. Are US CEOs Paid More Than UK CEOs? Inferences From Risk – Adjusted Pay [J]. *Review of Financial Studies* 2011 24(2) : 402 – 438.
- [45] Fernandes N. ,Ferreira M A. ,Matos P. ,and Murphy K J. Are US CEOs Paid More? New International Evidence [J]. *Review of Financial Studies* 2013 26(2) : 323 – 367.
- [46] Kaplan S N. ,and Rauh J. Wall Street and Main Street: What Contributes to the Rise in the Highest Incomes? [J]. *Review of Financial Studies* 2010 23(3) : 1004 – 1050.
- [47] Kaplan S N. 2012. Executive Compensation and Corporate Governance in the U. S: Perceptions ,Facts ,and Challenges ,NBER Working Paper No 18395.
- [48] Coles J. ,and Hoi C. New Evidence on the Market for Directors: Board Membership and Pennsylvania Senate Bill 1310 [J]. *Journal of Finance* 2003 58(1) : 197 – 230.
- [49] 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.
- [50] Persons O S. The Effects of Fraud and Lawsuit Revelation on U. S. Executive Turnover and Compensation [J]. *Journal of Business Ethics* 2006 64(4) : 405 – 419.
- [51] Majdi S. ,Rahman R A. Labour Market Consequences after Fraud and Lawsuit Revelation [J]. *International Research Journal of Finance and Economics* 2011 63(4) : 189 – 198.
- [52] Cowen A P. ,and Marcel J J. Damaged Goods: Board Decisions to Dismiss Reputationally Compromised Directors [J]. *Academy of Management Journal* 2011 54(3) : 509 – 527.
- [53] Srinivasan S. Consequences of Financial Reporting Failure for Outside Directors: Evidence from Accounting Restatements and Audit Committee Members [J]. *Journal of Accounting Research* 2005 43(2) : 291 – 334.
- [54] Desai H. ,Hogan C E. ,and Wilkins M S. The Reputational Penalty for Aggressive Accounting: Earnings Re-

- statements and Management Turnover[J]. Accounting Review 2006 81(1) : 83 – 112.
- [55] Ertimur Y. , Ferri F. , and Maber D A. Reputation Penalties for Poor Monitoring of Executive Pay: Evidence From Option Backdating [J]. Journal of Financial Economics 2012 ,104(1) : 118 – 144.
- [56] Fich E M. , and Shivdasani A. Financial Fraud ,Director Reputation ,and Shareholder Wealth [J]. Journal of Financial Economics 2007 86(2) : 306 – 336.
- [57] Agrawal A. , Jaffe J F. , and Karpoff J M. Management Turnover and Governance Changes Following the Revelation of Fraud [J]. Journal of Law and Economics ,1999 42(1) : 309 – 342.
- [58] Helland E. Reputational Penalties and the Merits of Class Action Securities Litigation [J]. Journal of Law and Economics 2006 49(2) : 365 – 395.

The Review and Enlightenment of the Empirical Research on the Managers' Market Management

YUAN Chunsheng , WANG Qing

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

Abstract: As the cross – over study field of corporate finance ,human resource management and labor economics ,the management of managers' market and it's governance mechanism caused the wide attention of scholars both at home and abroad ,and abundant achievements have been achieved in recent years. This paper put forward the research framework of managers' market governance mechanism based on the relevant research literature. Then it made related empirical research review on foreign managers' market management from the aspects of company executives ,replacement ,remuneration incentive and reputation incentive. Finally ,this paper point out the research enlightenment for managers' market management in our country.

Key words: managers' market; corporate governance; executives hired; remuneration incentive; reputation mechanism

(责任编辑: 张秋虹)