

公司 治理 评论

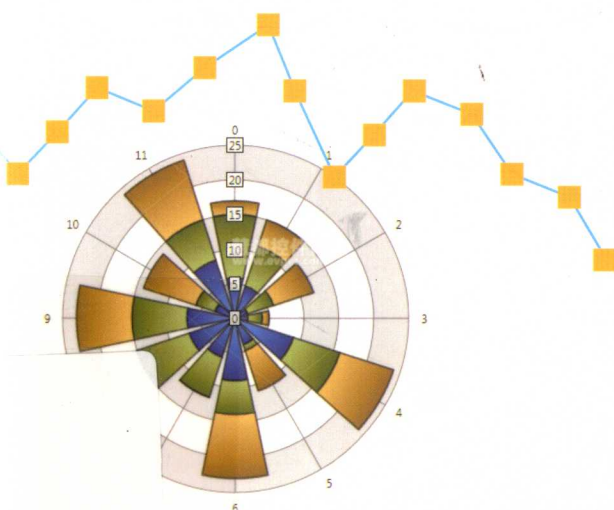
第6卷 第1辑 2014年3月

REVIEW OF
CORPORATE
GOVERNANCE

Vol.6 No.1 Mar. 2014

主 编：李维安

副主编：武立东 王世权 李建标



经济日报出版社

公司治理评论

REVIEW OF CORPORATE GOVERNANCE

2014年 第6卷 第1辑

主 编:李维安

副主编:武立东 王世权 李建标



经济日报出版社

图书在版编目(CIP)数据

公司治理评论. 第6卷. 第1辑 / 李维安主编. -- 北京: 经济日报出版社, 2016. 3

ISBN 978-7-80257-929-3

I. ①公… II. ①李… III. ①公司—企业管理—文集
IV. ①F267.6-53

中国版本图书馆CIP数据核字(2016)第048950号

公司治理评论(第6卷 第1辑)

主 编	李维安
责任编辑	陈礼滢
责任校对	李艳春
出版发行	经济日报出版社
地 址	北京市西城区右安门内大街65号(邮政编码:100054)
电 话	010-63567683(编辑部) 010-63516959 83559665(发行部)
网 址	www.edpbook.com.cn
E - mail	edpbook@126.com
经 销	全国新华书店 各大网店
印 刷	北京京华虎彩印刷有限公司
开 本	710×1000毫米 1/16
印 张	7
字 数	150千字
版 次	2016年3月第1版
印 次	2016年3月第1次印刷
书 号	ISBN 978-7-80257-929-3
定 价	28.00元

版权所有 盗版必究 印装有误 负责调换

目 录

契约的显性激励与声誉的隐性激励机制分析	
(马力 黄梦莹 马美双)	(1)
我国上市公司高管离职市场效应研究	
(郝臣 高行 卢家根 张田 周迪)	(10)
三方媒体与电子商务平台治理——基于多案例的探索性分析	
(安岗 王启超 黄玮)	(31)
股权结构、高管激励与R&D投资——基于国有上市公司数据	
(周文梅 徐伟)	(50)
网上交易市场治理机制演进及交互关系研究——基于比较制度分析视角	
(吴德胜)	(63)
外部环境对民营上市公司家族化水平的影响研究	
(石松鹤)	(80)

CONTENTS

Explicit incentive of contract and analysis on the recessive incentive mechanism of reputation

(Ma Li Huang Mengying Ma Meishuang)(1)

The Market Effects on Executives Departure of Listed Companies

(Hao Chen Gao Xing Lu Jiagen Zhang Tian Zhou Di).....(10)

Management of the three media and e-commerce platform:

exploratory analysis based on many cases

(An Gang Wang Qichao Huang Wei)(31)

Equity investment,executive incentive and R&D investment:

based on datum of state-owned listed companies

(Zhou Wenmei Xu Wei)(50)

The Revolution and Interaction of Governance Mechanisms in Online Market:

Based on Comparative Institutional Analysis

(Wu Desheng)(63)

The Impact of External Environment on the Family Level of Private Listed Companies

(Shi Songhe)(80)

契约的显性激励与声誉的隐性激励机制分析^①

马 力¹ 黄梦莹² 马美双¹

(1 大连理工大学商学院, 大连 116024; 2 大连理工大学建设管理系, 盘锦 124221)

摘要:工程质量体现着建筑承包商对业主和社会的信誉与责任, 由于承包商掌握更多在建工程项目的的相关信息, 而业主和公众处于信息弱势的状态, 信息的不对称会导致承包商为追求自身利益而做出不利于业主的行为。本文基于委托-代理理论, 建立声誉模型, 分析比较了承包商作为代理人在契约的显性激励与声誉的隐性激励下的效用函数, 得到激励实现的条件和提高激励效应的途径, 指出声誉的隐性激励与契约的显性激励结合作用的合理性与优越性, 对于如何有效地建立委托-代理关系下建筑承包商的激励机制提出了建议。

关键词:信息不对称; 契约; 声誉; 激励机制

一、引言

工程施工水平和建设质量不仅反映建筑承包商的信誉和实力, 更关系到人民群众的生命财产安全, 体现了建筑承包商对业主和社会公众应承担的责任。质量差的工程项目, 不但不能发挥应有的效用, 而且还会因质量、安全等问题影响国计民生和社会环境的安全。因而质量标准条款是建设工程合同的最重要的部分之一。然而, 尽管承包商的责任与义务由与业主签订的承包合同来界定, 由于承包商比业主掌握更多工程项目的的相关信息, 不排除承包商为追求自身的经济利益, 做出有损于业主利益的不良行为, 表现为施工中偷工减料和粗制滥造等。大量“豆腐渣”工程的出现, 就与承包商的道德风险问题密切相关。因此, 应用科学理论深入研究建筑承包商作为代理人的道德风险问题, 采用适宜的激励机制规避和降低

^① 基金项目: 中央高校基本科研业务费专项资金资助项目(DUT11RC(3)61)。

作者简介: 马力, 大连理工大学商学院教授, 博士生导师; 黄梦莹, 大连理工大学建设管理系硕士研究生; 马美双, 大连理工大学商学院硕士研究生。

道德风险,是工程管理领域的重要问题。

二、基础理论

Fama在委托代理模型中引入动态博弈,较早阐明声誉问题在其中的作用。在没有声誉环境的市场,委托人通过契约的方式来防止代理人在工作中发生的道德风险,这种激励机制是典型的显性激励。建设工程的成本加酬金合同、风险抵押金合同等都是典型的例子。在声誉评价体系完善的市场环境中,声誉成为一种竞争的资本,并且这种资本是动态的、长期的。声誉理论认为,经理人之所以努力工作是为了提高声誉,而提高声誉的直接原因是来自经理人市场的竞争压力。因为在竞争的经理人市场上,经理人的市场经济价值即期收入取决于他过去的业绩。

按照信息经济学的观点,市场声誉是在信息不完全情况下,拥有私人信息的一方向不拥有私人信息的一方所传递的市场信号,通过这种信号,不拥有私人信息的交易方可以认为自己已经获得了另一交易方所付出的部分承诺。因此,即使没有显性的激励合同,声誉效应也会促使建筑承包商通过努力工作来提高自己在建筑经理人市场上的声誉,从而提高未来收入,使自己获得更大的经济效益。只要条件允许,由声誉带来的隐性激励将会比显性激励更加具有约束性。本文通过建模方法来探讨对于建筑承包商来说,契约的显性激励与声誉的隐性激励两种激励机制的作用机理、实现条件并分析两种激励机制的协同效应。

(一) 基本假设

(1)假设市场是完全竞争的,且建筑承包商作为经理人,其所在项目的收益既包括受其努力程度和基准费用的影响,其中基准费用既受人工、材料、机械设备等成本的影响,也包括受经理人能力和自然、经济、政治、社会、技术等环境中其他外生变量的影响。因此,项目收益函数 $\pi(t)$ 可表示为 $\pi(t) = (1 + \theta_t)A_t$ 。其中 t 表示代理的第 t 阶段, A_t 表示第 t 阶段的基准费, θ_t 表示第 t 阶段建筑承包商隶属于市场上同行业内最努力经理人的概率,满足 $\theta_t \in [0, 1]$, 市场上经理人努力程度期望值 $E(\theta_t) = 0.5$ 。

(2)假设各外生变量因素对所有经理人的影响是均等的,所以某建筑承包商要比市场上其他经理人取得更高的项目收益,唯一的途径就是提高努力程度。

(3)为计算简便,假设每个阶段的基准费用是一致的,即 $A_1 = A_2 = \cdots = A_n$ 。

(4)经理人工作的成本 $C(\theta_t)$ 与其努力程度呈正相关,满足 $C(\theta_t) = N_t + \varepsilon_t \theta_t A_t$, 其中 N_t 为代理项目固定成本, ε_t 表示系数,且 $\varepsilon_t > 0$ 。

(二) 无声誉效应模型

1. 无显性激励的无声誉效应模型

当无显性激励时,即经理人薪酬 $W(t)$ 是固定不变的,且与项目收益 $\pi(t)$ 是不相关的,则经理人效用函数 $U(t)$ 为:

$$U(t) = W(t) - C(\theta_t) \quad (\text{式 1.1})$$

又 $C(\theta_t) = N_t + \varepsilon_t \theta_t A_t$, 由此,可得经理人关于 θ_t 的效用函数:

$$U(t) = W(t) - N_t - \varepsilon_t \theta_t A_t \quad (\text{式 2.1})$$

由于 $A_t > 0$, 可得无论如何,经理人在一次委托—代理关系中都将选择 $\theta_t = 0$, 即“我行我素”,完全不向市场努力水平看齐,这样才能使得其自身收益最大。

若是多阶段代理,即经理人在完成第一阶段任务后,将开始第二阶段代理任务。可见在第二阶段,经理人的效用为 $U(2) = W(2) - N_2 - \varepsilon_2 \theta_2 A_2$, 但出于全局考虑,经理人会综合考虑两个阶段的总效用。由于经理人在第一阶段的效用为 $U(1) = W(1) - N_1 - \varepsilon_1 \theta_1 A_1$, 因此可以得到第一、二阶段的总效用为:

$$\begin{aligned} U(1,2) &= U(1) + U(2) \\ &= W(1) - N_1 - \varepsilon_1 \theta_1 A_1 + W(2) - N_2 - \varepsilon_2 \theta_2 A_2 \end{aligned} \quad (\text{式 2.2})$$

从式 2.2 中可以分析,为使 $U(1,2)$ 最大,必须满足 $\theta_1 = \theta_2 = 0$, 也就是说,即使是两个阶段,经理人仍然没有任何努力工作的积极性。同理,即使 $t \rightarrow \infty$, 依然满足 $\theta_t = 0$ 。

2. 有显性激励的无声誉效应模型

当有显性激励时,即经理人薪酬与项目收益挂钩,设 $y(t)$ 表示与项目本身(如项目规模、位置等)有关的成本,满足 $W(t) = \pi(t) - y(t)$, 则此时经理人的效用函数仍然是 $U(t) = W(t) - C(\theta_t)$, 将 $W(t)$ 代入,可得经理人的效用函数为:

$$\begin{aligned} U(t) &= W(t) - N_t - \varepsilon_t \theta_t A_t \\ &= (1 - \varepsilon_t) \theta_t A_t + A_t - y(t) - N_t \end{aligned} \quad (\text{式 2.3})$$

(1) 当满足 $\varepsilon_t < 1$, 即 $\theta_t A_t > \varepsilon_t \theta_t A_t$, 也就是说,如果经理人努力工作带来的效用比努力工作花费的成本要大时,那么 $U(t)$ 是关于 θ_t 的单调递增函数。此时, $\theta_t \rightarrow 1$, 即经理人努力争取行业第一的概率将达到最大。

(2) 当满足 $\varepsilon_t > 1$ 时,即 $\theta_t A_t < \varepsilon_t \theta_t A_t$, 也就是说,如果经理人努力工作带来的效用比努力工作花费的成本要小时,那么 $U(t)$ 是关于 θ_t 的单调递减函数。此时, $\theta_t \rightarrow 0$, 即经理人几乎不会有任何努力工作的积极性。由此可以看出,显性激励也并不是任何时候都能实现其效

果的,因为理性的经理人不会为了一个不合理的激励前景卖力工作而导致利益受损。

由于经理人每个阶段的效用函数是一致的,所以不论项目开展到第几阶段,只要让经理人“有利可图”,他们都将以高标准要求自己,也即所有阶段都满足 $\theta_i \rightarrow 1$,而市场竞争这样持续下去的话,短期内将达到一个均衡,也就是说,市场上经理人的努力水平期望值将保持在0.5,而最终的结果将是在该市场上只留下一家资质信誉佳的经理人或几家寡头互相竞争。

(三) 有声誉效应模型

引入经理人声誉值 $M(t)$, 满足 $M(t) \in [0, 100]$, 表示经理人的声誉得分在0到100分之间, 该取值受历史值和现阶段的影响, 由于 θ_i 是私有信息, $\pi(t)$ 是共有信息, 而 $M(t)$ 的意义就在于用公共信息来预测私有信息。经理人声誉值的递推公式如下:

$$M(t) = M(t-1) + \frac{\pi(t) - \pi_i(0)}{\pi_i(0)} \times 100 \quad (\text{式 3.1})$$

其中, $M(t-1)$ 表示 $t-1$ 阶段末经理人的声誉值, $\pi_i(0)$ 表示在 t 阶段项目的基准期望收益, $\pi_i(0) = (1 + 0.5)A_i = 1.5A_i$ 。根据递推公式可得声誉值 $M(t)$ 的通项公式:

$$M(t) = M(0) + \left(\frac{200}{3} \sum_{i=1}^t \theta_i - \frac{100t}{3}\right), \text{ 其中 } M(0) < 100 \quad (\text{式 3.2})$$

1. 无显性激励的有声誉效应模型

当不考虑契约的显性激励时, 经理人效用函数可设为:

$$U(t) = W'(t) - T(t) - C(\theta_i) \quad (\text{式 3.3})$$

其中, $W'(t)$ 表示经理人薪酬, 与无声誉效应模型中的 $W(t)$ 的关系满足 $W'(t) > W(t)$; $T(t)$ 是委托人为保证项目质量而进行的监理费用, 该值与经理人上一阶段末的声誉值成负相关, 满足下式:

$$T(t) = \frac{100 - M(t-1)}{100} \beta A_i \quad (\text{式 3.4})$$

其中, β 为修正系数, 满足 $\beta \in (0, 1]$ 。

由此经理人的效用值可以用下式表示:

$$U(t) = W'(t) - \frac{100 - M(t-1)}{100} \beta A_i - N_i - \varepsilon_i \theta_i A_i \quad (\text{式 3.5})$$

当 $t=1$ 时, 即项目只进行一个阶段时, 可以得到经理人的效用值为 $U(1) = W'(1) - \beta A_1 + \frac{M(0)}{100} \beta A_1 - N_1 - \varepsilon_1 \theta_1 A_1$, 可以看到, 为使经理人效用值最大化, 经理人将选择

$\theta_1=0$,也就是说,经理人没有任何努力的积极性。原因是项目只进行一个阶段,第一阶段努力工作并不能带来本阶段或者下阶段经济上的收益,反而要投入更多的成本。

当 $t=2$ 时,即项目进行两个阶段时,经理人在第二阶段的效用值 $U(2)$ 为:

$$U(2) = W(2) - \beta A_2 + \frac{M(0) + (\frac{200}{3}\theta_1 - \frac{100}{3})}{100} \beta A_2 - N_2 - \varepsilon_2 \theta_2 A_2 \quad (\text{式 3.6})$$

两个阶段的总效用 $U(1,2)$ 为:

$$U(1,2) = (\frac{2}{3}\beta A_2 - \varepsilon_1 A_1)\theta_1 - \varepsilon_2 \theta_2 A_2 + B_1 \quad (\text{式 3.7})$$

B_1 为其他外生变量带来的效用和。

对 $U(1,2)$ 进行分析,可以发现,为实现最优的总效用,经理人在第二个阶段仍然会选择不努力工作,也即 $\theta_2=0$ 。现在继续通过求导来分析经理人选择努力工作的条件,由于 $\frac{\partial U(1,2)}{\partial \theta_1} = \frac{2}{3}\beta A_2 - \varepsilon_1 A_1$,由于2中提出基本假设3): $A_1=A_2$,故当 $\frac{2}{3}\beta > \varepsilon_1$ 时, $\frac{2}{3}\beta A_2 - \varepsilon_1 A_1 > 0$, 经理人将选择 $\theta_1=1$;而当 $\frac{2}{3}\beta < \varepsilon_1$ 时,经理人却将选择 $\theta_1=0$ 即不努力工作。这可以理解为如果努力工作的成本必须达到一定程度才能得到某种激励的话,经理人将对这种激励措施视而不见。即使是当 $\frac{2}{3}\beta < \varepsilon_1 < 1$,也就是努力工作的回报大于努力工作的成本时,经理人也 将没有任何努力工作的积极性。原因是,第一阶段努力工作的成本高于因第一阶段努力工作而给第二阶段带来的监理费用 $T(t)$ (该费用终将转嫁到项目成本中)的减少,经理人将不会为这个虚假的激励去放弃自己的利益。

同理,当 $t=3$ 时,可以得到三个阶段的总效用值为:

$$U(1,2,3) = (\frac{2}{3}A_2\beta - \varepsilon_1 A_1 + \frac{2}{3}A_3\beta)\theta_1 + (\frac{2}{3}A_3\beta - \varepsilon_2 A_2)\theta_2 - \varepsilon_3 A_3\theta_3 + B_2 \quad (\text{式 3.8})$$

其中, B_2 为其他外生变量的效用和。

由此可以得到在第三阶段,经理人的最优决策是不努力工作,即 $\theta_3=0$ 。由于基本假设各阶段的基准费用 A_i 相等,可以得到经理人在第一、二个阶段选择努力工作的条件分别为:

$$\frac{4}{3}\beta - \varepsilon_1 > 0, \quad \frac{2}{3}\beta - \varepsilon_2 > 0 \quad (\text{式 3.9})$$

在上述条件下,由于 $\frac{\partial U(1,2,3)}{\partial \theta_1} \neq \frac{\partial U(1,2,3)}{\partial \theta_2}$,所以在取得相同的 $dU(1,2,3)$ 时, $\theta_1 \neq \theta_2$,即效用相同时,两个阶段努力程度不同。

2. 有显性激励的有声誉效应模型

在存在显性激励时,经理人的效用函数为:

$$\begin{cases} U(t)=(1+\theta_t)A_t-y'(t)-A_t\beta+\frac{M(0)+(\frac{200}{3}\sum_{i=1}^{t-1}\theta_i-\frac{100}{3}(t-1))}{100}\beta A_t \\ -N_t-\varepsilon_t A_t\theta_t, t>1 \\ U(t)=(1+\theta_1)A_1-y'(1)-A_1\beta+\frac{M(0)}{100}\beta A_t-N_1-\varepsilon_1 A_1\theta_1, t=1 \end{cases} \quad (\text{式 3.10})$$

当 $t=1$ 时, 经理人将选择 $\theta_1=1$, 即最努力的工作状态。

当 $t=2$ 时, 两个阶段的总效用为:

$$U(1,2)=\left[(1-\varepsilon_1)A_1+\frac{2}{3}A_2\beta\right]\theta_1+(1-\varepsilon_2)A_2\theta_2+B_3 \quad (\text{式 3.11})$$

其中 B_3 为其他外生变量的效用和。

由于基本假设各阶段的基准费用 A_t 相等, 当 $1-\varepsilon_1+\frac{2}{3}\beta>0$, 即 $\varepsilon_1<1+\frac{2}{3}\beta$ 时, 为使得经理人的效益最大, 此时 θ_1 的值应该尽可能大, 当 $\theta_1=1$ 时经理人的效用最优; 当 $1-\varepsilon_2\geq 0$, 即 $\varepsilon_2\leq 1$ 时, 为使得经理人的效益最大, 此时 θ_2 的值应该尽可能大, 当 $\theta_2=1$ 时经理人的效用最优。

当 $t=3$ 时, 经理人三个阶段的总效用为:

$$U(1,2,3)=\left[(1-\varepsilon_1)A_1+\frac{2}{3}A_2\beta+\frac{2}{3}A_3\beta\right]\theta_1+\left[(1-\varepsilon_2)A_2+\frac{2}{3}A_3\beta\right]\theta_2+(1-\varepsilon_3)A_3\theta_3+B_4 \quad (\text{式 3.12})$$

B_4 为其他外生变量的效用和。

由于基本假设各阶段的基准费用 A_t 相等, 当 $1-\varepsilon_1+\frac{4}{3}\beta>0$, 即 $\varepsilon_1<1+\frac{4}{3}\beta$ 时, 为使得经理人的效用最大, 此时 θ_1 的值应该尽可能大, 当 $\theta_1=1$ 时经理人的效用最优; 当 $1-\varepsilon_2+\frac{2}{3}\beta>0$, 即 $\varepsilon_2<1+\frac{2}{3}\beta$ 时, 为使得经理人的效用最大, 此时 θ_2 的值应该尽可能大, 当 $\theta_2=1$ 时经理人的效用最优; 当 $1-\varepsilon_3>0$, 即 $\varepsilon_3<1$ 时, 为使得经理人的效用最大, 此时 θ_3 的值应该尽可能大, 当 $\theta_3=1$ 时经理人的效用最优。

三、显性激励与隐性激励的实现条件及相关对策探讨

根据上述讨论, 将 ε_t 统一用 ε 表示, 由此可以归纳出经理人选择努力工作的条件, 也即委托人激励实现的条件。下面用矩阵的形式表示(以两阶段为例, 其他类推)。这里用 $D(\theta)$ 表示经理人是否会努力工作, 当 $D(\theta)=1$ 时表示经理人会努力工作(也即 $\theta>0$), 当 $D(\theta)=0$ 时, 表示经理不会努力工作(也即 $\theta=0$), 于是得到激励实现的条件矩阵, 如表 1 所示。

表 1 激励机制的实现条件

实现条件 激励机制	$(0, \frac{2}{3}\beta)$	$(\frac{2}{3}\beta, 1)$	$(1, 1+\frac{2}{3}\beta)$	$(1+\frac{2}{3}\beta, \infty)$
无显无隐	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)
无显有隐	(1,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)
有显无隐	(1,1)	(1,1)	(0,0)	(0,0)
有隐有显	(1,1)	(1,1)	(1,0)	(0,0)

- 注:① 灰色区域表示存在努力工作可能性的区域。
- ② 无隐无显表示既无隐性激励,又无显性激励。其他类推。
- ③ $(1,0)$ 表示第一阶段努力工作,第二阶段不努力工作,其余类推。

可以看出,在四种激励机制中,既没有显性激励又没有隐性激励的机制是最弱的,经理
人将不会有任何积极的可能性;而存在隐性激励却不存在显性激励时,因努力工作带来的收
益比因努力工作带来的成本大,并且两者差值超过一定程度时,激励才会实现。这也是一种
比较弱化的激励机制,但隐性激励机制具有长期性。

在既有隐性激励又有显性激励的机制中,只要满足因努力工作带来的收益要比因努力
工作带来的成本大,那么经理人的工作是三阶段持续努力的,而当这种努力的成本大到一
程度之前,经理人仍然有努力工作的可能性,这相当于是隐性激励与显性激励叠加的效应,
但其努力只能在本阶段持续,难以延续到下一阶段。

基于上述讨论可见,声誉机制的隐形激励作用的有效发挥是需要一定条件的,应该积极
创造满足这些条件:

首先,必须建立一个有声誉效应的市场,制定出一整套完善的声誉评价体系,同时引入
与声誉激励直接相关的“第三种力量”——公共参与。为保证声誉机制的可信度与有效性,
必须使声誉评价体系科学可靠,才能产生有效的激励机制。

其次,在制定激励措施时,应将隐性激励与显性激励相结合。显性激励是短期激励,一
旦停止,经理人将会停止努力工作的积极性,而隐性激励是长期激励,它只有在运转良好的
市场环境中才能实现其激励效用,将两种激励相结合,能弥补激励机制的缺位状态,并提高
激励强度,对于项目的高效完成具有重要意义。

再次,经理人的工作努力程度随着承担任务阶段的增多而减少,所以,应当对经理人进
行监测、赏罚并举,如果发现在几个阶段内经理人的生产率在下降,分析其原因,分清楚到底
是激励强度不够还是其自身的其他原因。在适当的情况下,可以对即将“退休”的经理人实
行负向激励措施。

最后,在激励措施的期限上要处理好短期和长期激励的关系,可以与经理人保持一种长期相对稳定的契约关系,并通过一系列的短期合同来实现,即可采取分期考核、分期支付报酬的形式,根据经理人的表现决定后续合同的内容,避免一次性契约激励的缺陷。

四、结 语

为了遏制建筑业市场中建筑承包商在委托—代理关系中比较容易发生的逆向选择和道德风险问题,净化建筑市场,阻止建筑承包商的短期化行为,本文建立了声誉隐性激励机制和契约显性激励机制相结合的优化模型。该模型在一定条件下既可以使得契约激励有效实现,又能让经理人趋于长期行为。当声誉的隐性激励机制和契约的显性激励机制相结合,满足文中所探讨的一定条件,与单纯的显性契约激励相比,可以提高激励作用的强度和延长激励作用的时间。然而,目前我国建筑市场上,声誉的隐性激励机制还没有充分发挥,甚至处于缺位状态,需要通过配套改革进行完善与改进,以促使声誉机制发挥对我国建筑承包商的有效激励与约束作用,提高工程质量,保障建筑市场的有序发展。

参考文献

- [1] 李宁琪,李树.论现代职业经理人激励机制的构建[J].科学与管理,2010(4):14-18.
- [2] 张维迎.博弈论与信息经济学[M].上海:上海三联出版社,2004.
- [3] 刘承毅,王建明.声誉激励、社会监督与质量规制——城市垃圾处理行业中的博弈分析[J].产经评论,2014(3):93-106.
- [4] 刘惠萍,张世英.基于声誉理论的我国经理人动态激励模型研究[J].中国管理科学,2005(8):78-86.
- [5] Eugene, F.F. Agency problems and the theory of the firm. Journal of Political Economy, 1980, 88(2): 288-307.

Research on contract's explicit incentive mechanism and reputation's implicit incentive mechanism

Ma Li¹ Huang Mengying² Ma Meishuang¹

(1 Business School, Dalian University of Technology, Dalian 116024; 2 Department of Construction Management, Dalian University of Technology, Dalian 124221)

Abstract: Engineering project's quality embodies the building contractors' credibility and responsibility to the owners and the society, because the building contractors own more information about the engineering project under construction, while the owners and the society locate in a relatively weak information position, asymmetric information may lead the building contractors act against the owners' benefits in order to pursue their own interests. Based on principal – agent theory, this paper established a reputation model to compare the utility function of the building contractors as the agent under the explicit incentive mechanism of contract and implicit incentive mechanism with the reputation, and got the prerequisites and ways of achieving incentives. Also it pointed out the rationality and superiority of the combined explicit and implicit incentive effects of contract and reputation, made some suggestions for how to fully motive the building contractors under the principal – agent relationship.

Key words: asymmetric information; contract; reputation; incentive mechanism

我国上市公司高管离职市场效应研究^①

郝 臣 高 行 卢家根 张 田 周 迪

(南开大学商学院,天津300071)

摘要:在近几年上市公司的治理实践中,高管离职事件频发,从1999年1月4日至2012年6月30日,上市公司共发生8274起离职事件。愈演愈烈的高管离职事件对上市公司的稳定经营产生了较大的影响,也在一定程度上阻碍了证券市场的健康发展。本文主要采用事件研究法,运用市场调整模型计算由于离职事件产生的超额收益率,来研究正常离职对沪深主板、创业板、中小企业板市场的影响,以及非正常离职对沪深主板市场的影响。通过选取5天 $[-2,2]$ 和21天 $[-10,10]$ 事件期,交叉组合观察分析结果,检验发现沪深主板高管非正常离职对股市有负面影响,而沪深主板、中小企业板、创业板高管正常离职对股市没有影响。根据Fama的有效市场理论,可认为我国资本市场已达到弱式有效,但还没有达到半强式有效。

关键词:高管离职;市场效应;事件研究法;公司治理

一、引 言

公司的高层管理者是公司管理团队的核心,对于公司日常经营、盈利、重大经营事项、战略决策乃至行业前景都发挥着重要作用。高层管理者的离职行为会对公司的运营和管理带来一系列影响。而对于上市公司而言,上市公司高层管理者的离职行为不仅会影响到公司本身,同时还会对股票市场产生影响。一方面,公司的高管往往是公司的“招牌”,他们象征着公司发展的动力。在这种情况下,高层管理者的离职往往会造成人们对公司信心的降低。另一方面,对于公司来说,高层管理者往往持有公司的一定股份,在主动或被动离开公

^① **基金项目:**国家自然科学基金重点项目(71132001);国家社科基金青年项目(11CGL045);教育部人文社科青年基金项目(10YJC630070);中央高校基本科研业务费专项资金资助项目(NKZXB1452)。

作者简介:郝臣,南开大学商学院财务管理系副教授,管理学博士;高行,南开大学商学院财务管理系;卢家根,南开大学商学院人力资源管理系;张田,南开大学商学院财务管理系研究生;周迪,南开大学商学院财务管理系。

司之后,必然要求将自己所有的股份减持套现,这必将导致二级市场股票供应的增加。这两者,都可以从上市公司股价上看出端倪。这其中蕴含的科学问题就是高管离职的市场效应问题,即高管离职会对公司股价产生什么样的影响,以及这种影响所反映出的市场效率状况。

Fama(1970)提出了有效市场假说,其对有效市场的定义是:如果市场价格能够充分、及时地反映所有有关信息,使股价位于其合理的价位上,能正确反映其内在价值,那么市场是有效的。有效资本市场假说有三种:弱式有效市场假说;半强式有效市场假说;强式有效市场假说。检验市场效率时,先检验弱式有效是否成立;若成立,再检验半强式有效是否成立;再成立,最后检验强式有效是否成立。弱式有效市场的检验原理是看能否通过技术分析获得超额收益;半强式有效市场的检验原理是看能否通过基本分析获得超额收益;强式有效市场的检验原理是看能否通过内幕消息获得超额收益。俞乔(1994)、吴世农(1996)、陈小悦等(1997)、黄济生等(2001)、史永东等(2002)、许涤龙和吕中伟(2003)、张月飞和陈耀光(2006)、刘凡(2007)、张勇和谢芬(2011)等先后对我国市场效率进行了检验,他们发现在1998年之前我国股市没有达到弱式有效,而从1999年开始,股市已经达到了弱式有效,这也是本文研究的市场效率基础。

二、高管离职相关研究文献综述

(一) 高管离职——原因分析视角

针对高管离职原因这一类的研究,通常选取某一个角度,对可能引起高管离职的因素进行研究分析,例如薪酬粘性、人口特征差异性、政治关联和套现等因素,进而针对预期的原因做出一系列假设,通过建立不同样本公司关于预测因素的数据库并与其高管离职的实际情况建立联系,进行相关分析,详见表1。

表1 高管离职原因的研究

作者	年份	论文名称	主要研究结论
Walsh	1988	Top Management Turnover Following Mergers and Acquisitions	通过研究并购对于被兼并公司管理团队的影响,发现被兼并公司的高管变更率远高于正常的高管变更率。
Denis, Denis 和 Sarin	1997	Ownership Structure and Top Executive Turnover	研究表明股权结构对于高管变更的可能性具有很大影响,高管变更与政府持股比例呈负相关关系,与外部大股东持股呈正相关关系。
周俊	2008	人口特征异质性对高管离职率的作用研究	年龄异质性,学历异质性,团队任期异质性与离职正相关。

续表

作者	年份	论文名称	主要研究结论
曾义	2009	薪酬粘性、高管变更与公司价值	薪酬粘性的严重程度与高管离职的影响为正相关。
游家兴等	2010	政治关联、职位壕沟与高管变更	高管的政治关联越密切,高管因绩效低劣而离职的可能性越小。
倪冰冰	2011	创业板上市公司高管离职套现问题分析	目前,仍需时间证明高管离职是否发生了减持。
顾志正和孙果	2012	创业板高管离职风潮的理性分析	套现仅仅是离职原因之一,存在着被夸大的可能。
李鹏和杨凯洪	2012	创业板上市公司高管离职套现问题研究	分别从上市公司治理与法律监管两个角度提出了相应对策。
杨维芝	2012	我国上市公司高管薪酬激励问题研究	我国大部分上市公司脱胎于国有企业,导致上市公司高管薪酬激励方面也存在许多问题,是高管离职的原因之一。
Firth、Wong 和 Yang	2014	The Double-edged Sword of CEO/Chairperson Duality in Corporatized State-owned Firms: Evidence from Top Management Turnover in China	研究发现在高管变更引起公司价值增加的边际利润公司中,CEO兼任总经理的情况和高管变更率呈负相关关系,在高管变更不会引起公司价值增加的高利润公司中,二者同样呈负相关关系。

资料来源:作者整理。

(二) 高管离职——影响分析视角

我们可以把这一类的研究定义为针对结果的研究。这一类研究可以说是与高管离职有关的研究中的“重头戏”,在论文、研究的数量、篇幅上占据明显优势,形成了两个主要研究方向。

1. 高管离职与盈余管理

从会计角度来分析高管离职的研究可以说是比较全面与成熟的,其中一个非常重要的观点就是高管离职会对盈余管理产生影响,详见表2。所谓盈余管理就是公司管理当局在遵循会计准则的基础上,通过对公司对外报告的会计收益信息进行控制或调整,以达到主体自身利益最大化的行为。大量关于高管离职动机影响盈余管理的研究认为,即将离任的高管在离任前很可能会出现增调利润的行为,这是由于存在基于业绩的薪酬和职位契约,公司高管在离职前后会通过盈余管理来实现自身利益最大化。而相反的,继任者在高管离职当年很可能会有负向的盈余管理和“利润冲洗”的行为。Geiger 和 North(2006)研究了公司 CFO 离职前后操控性应计项目的变化,发现 CFO 离职的前一年公司经营业绩大幅上升,正向的操控性应计项目大幅上升,而在 CFO 离职的后一年,公司业绩大幅下降,反向的操控性应计项目大幅上升。