

DOI: 10.16538/j.cnki.fem.2017.10.007

动力抑或负担?

——高管声誉双重治理效用研究述评与展望

徐 宁, 吴皞玉, 王 帅

(山东大学 管理学院, 山东 济南 250100)

摘 要: 高管声誉是公司治理研究领域的一个重要议题, 近年来累积了诸多有价值的研究成果, 但并未取得一致性结论。高管声誉究竟能够给予高管动力, 还是成为负担? 本文通过对高管声誉及其治理效用研究文献的回顾与梳理, 概括了高管声誉内涵界定的贡献观、能力观与综合观三种观点, 厘清了影响高管声誉形成的多种因素。继而阐释了有效契约假说与寻租效应假说及其理论基础, 并以高管声誉所具有的长期性、约束性、内隐性、易损性等独特属性出发揭示了高管声誉“双刃剑”效用产生的原因, 构建了高管声誉效用研究的理论框架。基于此, 针对高管声誉对公司绩效、盈余管理、高管报酬、利益相关者行为、公司战略决策、资源获取等因变量的双重效用以及影响其治理效用强弱的情境因素进行了梳理。最后对尚待研究的前沿问题予以展望, 以期后续研究及企业实践提供有益参考。

关键词: 高管声誉; 双重治理效用; 利益相关者; 情境因素

中图分类号: F270 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-4950(2017)10-0102-12

一、引 言

所有权与经营权的分离、委托人与代理人的利益偏差以及信息的不对称, 导致了“逆向选择”与“道德风险”问题, 从而产生了代理成本。公司治理机制的合理设计是对代理人进行激励与约束的重要路径。有效的高管激励契约是促进委托人与代理人利益趋同的关键治理机制之一(Jensen和Meckling, 1976)。然而, 随着实践的发展, 薪酬、股权等显性激励的弊端日益凸显, 尤其是2001年安然丑闻的出现, 学者们对其进行了重新审视。最具代表性的观点是Bebchuk和Fried(2003)提出的管理层权力理论, 认为由于管理层权力的存在与监督机制的缺失, 激励契

收稿日期: 2017-01-10

基金项目: 国家自然科学基金青年项目(71302089); 国家自然科学基金面上项目(71272120); 山东大学人文社科青年团队项目(IFYT17040); 山东大学青年学者未来计划项目(2017WLJH44)

作者简介: 徐 宁(1982—), 女, 山东大学管理学院副教授, 硕士生导师;

吴皞玉(1995—), 女, 山东大学管理学院硕士研究生;

王 帅(1980—), 男, 山东济南人, 山东大学管理学院博士研究生。

约的制定与实施有可能被管理层所控制。席卷全球的金融危机以及部分公众公司的财务造假事件,更加暴露了显性激励契约的不完备性。而在显性激励机制难以发挥预期效用,代理人行为也无法准确观测的情况下,声誉效应(reputation effect)可以用来解决长期博弈状态下的委托代理关系(Radner, 1981)。声誉作为一种无形资产,高管可能会因为该项资产的升值而获得内在的激励,或者是为了维持或提升该项资产的价值而减少市场投机行为。因此,在实践界竭尽全力找寻解决方案的同时,理论界也开始将关注点放在能够对高管产生激励与约束双重效用的声誉契约上面。

在学术界,对激励问题研究的理论基础经历了从单次博弈到动态博弈的演进过程。早期委托代理理论的前提是委托人与代理人之间的一次博弈关系。20世纪80年代以后,经济学家将动态博弈理论引入到委托代理关系的研究中,论证了在重复代理关系情况下,声誉机制对代理人的隐性激励作用(黄再胜, 2004)。高管期望能够在未来获得更高的报酬、职业发展和持续合作机会,因此会更加看重自己的声誉,从而为了长远的利益考虑而放弃短期利益(张维迎, 2005)。Wong和Boh(2010)也指出,声誉机制可以削弱组织中存在的信息不对称性以及减少运营中所存在的不确定性。近年来,学者们对高管声誉的治理效用进行了更加深入的研究,形成了诸多有价值的研究成果,但并未取得一致性结论。正如Zavyalova等(2016)所总结的那样,有研究表明良好声誉是有利的,因为它能够给组织带来社会资本与商誉方面的增量,但也有学者指出,良好声誉是一种负担,可能会引起更多的利益相关者关注,如果出现负面事件,其所带来的对预期的违背将会产生更严重的后果。因此,声誉对于高管而言,究竟能够给予他们动力?还是成为负担?两种结果会在什么样的情境下发生?这些问题均值得深入研究。

本文主要的研究贡献在于:第一,在对有关高管声誉及其治理效用的研究文献进行梳理的基础上,对高管声誉的内涵、形成、独特属性、治理效用及情境因素等内容进行了系统的挖掘与阐释,构建了高管声誉治理效用研究的理论框架,并提出了未来重点研究的潜在方向,为后续研究提供了有益参考;第二,阐释了有效契约假说与寻租效应假说以及对应的理论基础——传统委托代理理论与行为委托代理理论,并从高管声誉自身具有的独特属性出发,深入剖析了高管声誉在公司治理层面体现的“双刃剑”效用及其产生的原因,丰富与拓展了高管声誉理论研究的内容;第三,从动态权变视角出发,对影响高管声誉治理效用强弱的情境因素进行了总结与阐释,为实践者制定具有针对性与适用性的高管声誉激励与约束契约提供了理论借鉴。

除引言之外,本文内容安排如下:第二部分介绍了高管声誉的内涵与形成路径;第三部分是对高管声誉双重治理效用理论假说的阐释、高管声誉独特属性的分析以及理论框架的建构;第四部分对高管声誉双重治理效用的实证研究进行了梳理与评价;第五部分对影响高管声誉治理效用的情境因素进行了归纳与总结;第六部分是结论与研究展望,包括主要研究结论、管理启示与未来应该拓展的研究方向等内容。

二、高管声誉的内涵与形成

(一) 高管声誉的内涵

一般而言,有关声誉的研究聚焦于公司与个体两个层面。在公司层面,声誉被认为是他人对一个公司较长一段时期内的评价。因此,公司声誉是一种无形资产,可以带来竞争优势,对公司具有重要意义。公司需要与不同的利益相关者保持良好的关系(包括供应商、股东与顾客等),且通常要通过媒体或其他公共关系等方面的努力来管理声誉。个体层面的声誉被认为是他人对一个人的品质或行为的认知。这激励着人们为了创造并保持一个对他们有利的声誉而管理他们的形象。因此,他们的行为要与人们的期望保持一致(Ranft, 2006)。高管声誉属于个

体层面的声誉,学者们对高管声誉有不同的内涵界定。本文将学者们的界定分为三种类型(如表1所示):一是贡献观,从高管贡献的角度来界定声誉;二是能力观,从高管能力的角度来界定声誉;三是综合观,秉持该观点的学者们认为,声誉既是高管能力的体现,也是高管贡献的反映。

表1 高管声誉内涵界定

类型	研究者(年份)	对高管声誉的内涵界定
贡献观	Bailey(1971)	对高管个人贡献的一种累积性认知(collective perception)
	Fama(1980)	声誉可以体现管理者的边际产量,而这通常是无法直接观察到的
	Mathew等(2004)	当媒体等第三方将高管作为公司正面绩效表现的主要贡献者时,高管声誉就产生了
能力观	Milbourn(2003)	高管能力在市场上的评价(market's assessment)
	张维迎(2005)	高管声誉是市场有关高管个人能力和行为等方面的信息的一个综合反映
	Graffin和Ward(2010)	观察者在一段时期内对高管在某一专业领域的能力与品质的累积性判断(collective judgment)
	Koh(2011)	高管声誉来自于经理人市场对高管能力的评价,尤其是赢得市场的能力
综合观	Fombrun(1996)	高管声誉是对高管有效利用其社会与管理技能完成组织目标的一种评价,是公司声誉的一种重要构成
	Wade等(2006); Graffin等(2008)	拥有较高声誉的高管是那些能够经得住考验的模范(exemplary)高管
	Fetscherin(2015)	提出了高管声誉的4Ps组合,包括业绩(performance)、个性(personality)、威望(prestige)和形象(persona)

资料来源:根据相关文献整理。

高管声誉与公司声誉有怎样的联系与区别呢? Fombrun(1996)指出,高管声誉是公司声誉的一种重要构成。Fetscherin(2015)也指出,高管声誉与公司声誉是一对相互交织的概念,两者相互影响。Tadelis(1998)通过建立一般均衡动态模型后发现,良好的声誉是稀缺的,能够带来声誉租金,因此个人声誉和企业声誉都能够激励代理人。Weng和Chen(2017)通过实证研究发现,高管声誉与公司声誉都会对公司绩效产生积极影响,但高管声誉作用的持久性与延展性要优于公司声誉。

(二)高管声誉的形成

由文献梳理可知,高管声誉的形成受到公司披露的信息、利益相关者评价、媒体倾向性以及高管的个人特质等因素的影响。

第一,公司信息披露。基于信号理论,企业披露的信息会影响高管声誉,正面的信息会对高管声誉有积极作用,而负面信息会对高管声誉有一定的损害。高管声誉是高管才能向外界输出的重要信号,而公司绩效是高管能力与品质的关键表现。因此,企业披露的财务指标、资本市场指标等会影响高管声誉的形成。Johnson等(1993)选择36个行业的大约900位高管的时间序列面板数据作为样本,用证券分析师对经理人表现的年度评价对高管声誉进行衡量,研究表明,财务指标与高管声誉之间具有正相关关系,该类指标反映了资本市场指标难以传递的有关高管能力方面的信息。Kaplan等(2015)选择MBA学生作为参与者进行实验研究后发现,CEO声誉主要取决于公司披露的财务绩效。当公司绩效较好时,高管会获得较高的声誉(Wade等,2006),但当出现负面信息时,经理人市场会将其归因为管理层的失败(Graham等,2004)。

第二,利益相关者的评价。Walker(2010)指出,声誉不仅来源于被评价组织自身的努力,而且有赖于外部评价方是否能够正确、有效的感知和评价,是一种存在于组织间的相对概念。因此,声誉嵌入在利益相关者构成的网络关系中。比如,顾客对企业提供产品和服务的满意度会影响企业信用以及高管声誉,企业作为产品和服务的提供方,顾客对于产品和服务的满意度会

直接影响顾客对企业及高管的信任度,继而影响高管声誉。

第三,媒体报道的倾向性。媒体报道会因为其主观动机而带有一定的偏向性,这样的偏向性会对高管声誉有一定影响。Hayward等(2004)认为名人CEO的出现是媒体报道将公司的优秀业绩归功于CEO的结果。Miller(2006)在研究媒体对财务舞弊的监督作用时指出,媒体做出的企业报道会更多地考虑读者兴趣,而读者亲自验证真实性的概率也较低。醋卫华和李培功(2015)也指出,相当一部分的媒体追捧报道并非是由于企业的出色业绩,真实动机是获得该上市公司的广告收入以及迎合公众偏好。

最后,部分研究发现高管的个人特质也会影响高管声誉。比如,Fetscherin(2015)运用跨学科的分析方法进行研究发现,CEO任期(经验)、学历、体格特征等会影响CEO声誉,继而影响公司声誉与业绩。

三、高管声誉双重治理效用的理论假说与理论框架

(一)两类假说及其理论基础

由前文分析可知,由于高管声誉本身具有的属性与特征,加之公司披露的信息、媒体报道倾向性、利益相关者评价等因素对其形成的影响,高管声誉能够产生显著的公司治理效用。学者们对该问题进行了理论研究,形成了截然不同的两类假说——有效契约假说(efficient contracting hypothesis)与寻租效应假说(rent extraction hypothesis)。

有效契约假说认为,高管声誉与公司价值之间具有正相关关系。Fama(1980)指出,声誉可以解决来自劳动力市场的逆向选择问题,也可以减少道德风险,这可能会增加公司的市场价值。公司中拥有良好声誉的高管的数量与公司的绩效呈正比。Milbourn(2003)也指出,当高管声誉增加时,股东与高管之间的利益冲突会减弱,也就是说高管声誉会降低代理成本。

寻租效应假说却认为,具有较高声誉的高管容易把精力放在自己的职业生涯以及维护自己的声誉方面,从而忽略了公司的整体利益,因此,高管声誉与公司价值之间具有负相关关系。一个人的声誉越好,就越容易受到激励去选择低风险的项目,因为即使是一个小错误也可能会把他建立多年的声誉毁掉(Holmström, 1999)。而这种风险规避型的战略选择倾向,会影响企业的技术创新甚至长远发展。Mathew等(2004)通过构建理论模型发现,媒体倾向于将公司的战略行为与绩效过度归因于高管的个人特质。而如果高管自身也相信了这种过度归因,即完成了对其声誉的内化(internalization),有可能会变得对于自己过去行为与能力产生过度自信。而当CEO过度自信导致其过分执念于为高管带来声誉的行为,高管傲慢(hubris)随之产生。

本文指出,两种假说具有不同的理论基础。有效契约假说以传统委托代理理论为基础,即认为高管通常具有风险规避(risk aversion)的倾向,而良好的声誉可以提高高管的风险承担水平,使之与股东利益趋于一致,避免高管的短期行为。寻租效应假说更多的是基于行为委托代理理论,即考虑高管的损失规避(loss aversion)特征,强调了高管出于对已有声誉的维护而做出不利于股东与公司整体利益的行为。

(二)高管声誉的独特属性:双重效应产生的原因分析

高管声誉双重效应产生的原因在于其本身具有的独特属性,包括长期性、约束性、内隐性与易损性等特征。前两者与有效契约假说框架下的高管声誉积极效应相关,后两者与寻租效应假说框架下的高管声誉消极效应相关。

第一,长期性与约束性:有效契约效应产生的原因。由于长期利益可以激励参与人建立自己的声誉,实现一定时期内的合作均衡,因此在多次重复博弈的委托代理关系之下,竞争、声誉等隐性契约才能够发挥其预期的激励效用(Milgrom和Roberts, 1982)。也就是说,只有通过长

期的重复博弈建立起包括能力、经验等信号显示,使经理人市场对高管个人产生认同,声誉才能够形成(Holmström, 1999)。不同于显性激励契约,声誉是与高管的长期职业生涯相关联的。因此,高管为了其长期的职业发展,会将自身利益趋同于股东利益,从而积极地为公司的长期利益做出贡献。同时,在市场竞争较为充分的情况下,经理人声誉是其努力和能力等信号的载体,将会影响其职业生涯、物质报酬以及利益相关方预期,从而约束其行为(Fama, 1980)。Bednar等(2015)通过研究发现,高管为自身利益而选择有争议的治理行为时,会受到来自声誉方面的惩罚,这将会抑制高管的这些潜在行为,发挥声誉的社会控制功能(social culture function)。Cambini等(2015)也证实,一旦高管做出违背契约的行为,将遭受明显的声誉损失,高管会制约自己的行为以避免该项损失。因此,约束性也是高管声誉能够产生积极作用的原因之一。

第二,内隐性与易损性:寻租效应产生的原因。相对于薪酬等明确的契约,高管声誉是复杂的且难以清晰表达的,也没有明确的标准,对于高管声誉的评价也多具有主观性。Anderson和Shirako(2008)的研究表明,对他人的评价与评价主体的个人经历、观察角度相关。并且,声誉的形成、作用与反馈等过程均受到多种因素的影响,并不具备规范的契约特征。如前文所述,媒体将公司绩效过度归因于高管个人,而高管也接受了这种过度归因,将会导致其过度自信甚至是傲慢行为。这就是内隐性导致的问题。再者,高管声誉作为一种重要的长期战略资产,声誉的形成需要经历较长的过程,较为脆弱、容易受到损伤(Milgrom和Roberts, 1982)。一旦高管行为陷入道德或法律的困境,声誉较好的高管也会受到更多的关注与质疑(Ketchen等, 2008)。但是,如果声誉受损,经理人可以通过一些提升信誉的行为由此修复声誉(Cianci和Kaplan, 2010),与高管相关的积极信息会对处于危机中的高管声誉有明显的修复作用(Sohn和Larisey, 2012)。这样会强化高管“损失规避”的动机,从而使高管声誉对公司的长期投资、风险决策等产生负面作用。

(三)理论框架

近年来,以两种假说为基础,学者们对高管声誉的治理效用进行了诸多研究,主要集中于公司绩效、盈余管理、高管报酬、利益相关者行为、公司战略决策、公司资源获取等不同维度的影响。在研究过程中,多数文献证实了高管声誉具有“有效契约”与“寻租”两个方面的“双刃剑”效应。学者们同时发现,高管职业生涯、声誉信号的发出与接受者类型、公司治理有效性与公司基本特征等因素是影响高管声誉治理效用的主要情境变量。因此,根据文献梳理与回顾,本文将高管声誉治理效用研究的理论框架总结如图1所示。

四、高管声誉双重治理效用的实证检验

通过文献梳理发现,高管声誉的双重治理效用同时存在。除对于外部资源获取的单一积极效应之外,高管声誉对于公司绩效、盈余质量、高管报酬、利益相关者行为、公司战略决策等均具有两个方面的“双刃剑”效应。

第一,高管声誉对公司绩效的影响。Koh(2011)选择1987—2003年间获得269个奖项的189位名人企业家作为研究对象,这些奖项是在安永(Ernst & Young)以及具有高发行量的商业期刊等组织的评比中获得的。实证检验表明,名人高管对公司财务报表质量与公司绩效有正向影响。当CEO获得第一个奖项之后,衡量公司绩效的财务指标与市场回报率均会增加。同时,资本市场会认为该公司具有长期的投资价值。但Wade等(2006)也发现,当CEO刚刚以其专业性而获得声誉的时候,股东们对此是十分重视的,这体现在最初的股票回报上面,但随着时间的推移,这种效应会逐步减弱直至变为负效应。Fetscherin(2015)通过研究发现,CEO声誉对企

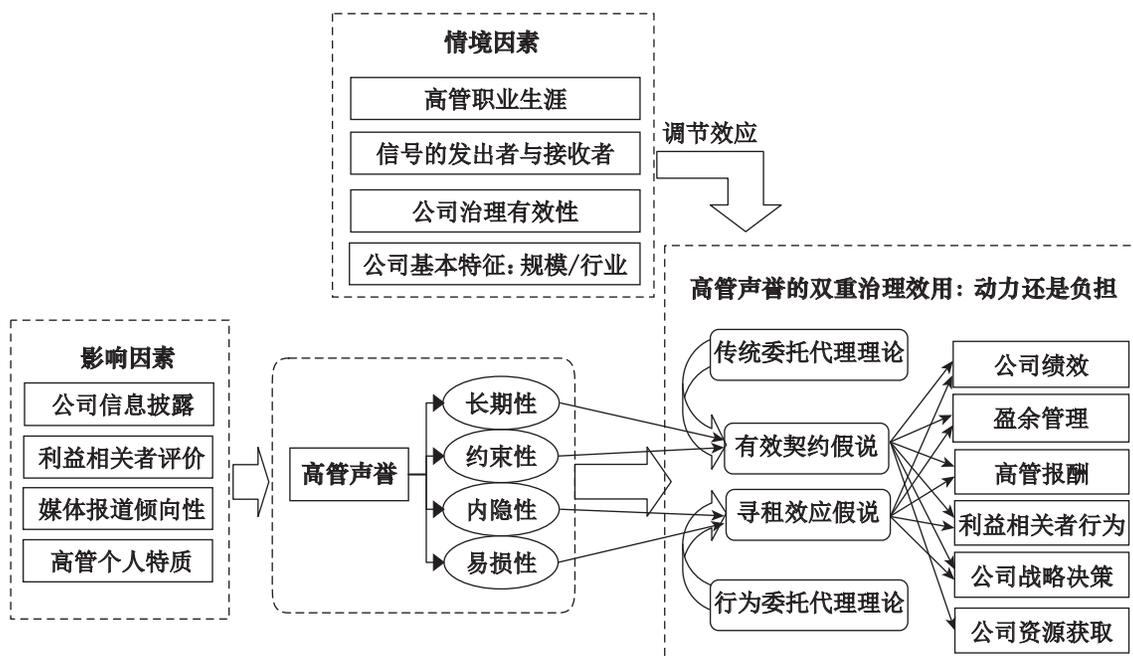


图1 高管声誉治理效用研究的理论框架

业绩既有积极的影响,也有消极的影响。通过将CEO声誉进行建构之后发现,诚实和谦虚等个性特征可以对企业绩效产生积极的影响,崇尚权术(machiavellianism)与自恋等特征却对企业业绩产生消极的影响。

第二,高管声誉对盈余管理的影响。Francis等(2008)提出了一个有趣而重要的问题:CEO声誉会影响企业的盈余质量吗?他们选择标准普尔500家上市公司1992—2001年间的CEO作为样本,运用新闻媒体中的报道频次作为CEO声誉的代理变量,运用面板数据检验后发现,CEO声誉与盈余质量之间呈负相关关系。作者解释说,那些更具挑战性的企业可能需要声誉更好的管理者。Malmendier和Tate(2009)的数据基础是作者手工收集的在1975—2002年间获得相关奖励的CEO们,经验证据表明,CEO获得奖励之后更倾向于进行盈余管理。在治理水平较差的公司中发现了以下现象:尽管公司绩效会下降,但高管的薪酬会在获奖之后的三年内持续增长。

第三,高管声誉对高管报酬的影响。首先,高管声誉不仅会影响高管报酬业绩敏感性,也会影响高管报酬水平。Milbourn(2003)建立了一个基于股票价格的经理人最优契约模型,该模型以股东的可观察信息、无折现等为前提假设,以经理人声誉作为其管理能力的信号,得出结论:经理人声誉水平越高,以股权为基础的报酬—业绩敏感性越大。Wade等(2006)运用《财富世界》年度CEO获得者来对CEO声誉进行衡量,研究发现,高管声誉对于其薪酬有正向影响,这种影响大于业绩差异带来的影响。但两者关系受到公司绩效表现的调节作用,当净资产收益率为正值时,高管声誉对其薪酬有正向影响,当净资产收益率为负值时,在同等的业绩水平之上,具有较高声誉的高管却获得了更低的报酬。其次,高管声誉影响了高管团队薪酬水平。Sanchez-Marín和Baixauli-Soler(2014)运用来自于西班牙声誉监测机构的CEO声誉数据进行实证检验后发现,具有较高CEO声誉的公司,其高管团队薪酬水平也越高。高管声誉同时影响了他人对薪酬的评价。Kaplan等(2015)通过研究发现,参与者对CEO薪酬的评价受到CEO声誉的影响,与拥有较好声誉的CEO相比,拥有较差声誉的CEO得到非专业投资者支持的比率较低,

而非专业投资者对CEO薪酬公平性的认知在两者之间起到中介作用。

第四,高管声誉对利益相关者行为的影响。声誉嵌入于社会网络中,特别是其利益相关者构成的网络关系之中。CEO声誉会显著影响利益相关者的期望、沟通渠道的拓展、给支持者传递信息的需求等多个维度(Gaines-Ross, 2000)。Jian和Lee(2011)对CEO声誉与公司资本投资之间的关系进行研究后发现,股票市场中的投资者多倾向于投资具有较高声誉的CEO所管理的公司。CEO声誉可以减弱股票市场对于成长前景较弱的公司的负面反应。Sohn和Lariscy(2012)为CEO声誉作为一种战略资源在公司危机处理中与处理后的积极作用提供了经验证据。具体而言,较好的CEO声誉可以减轻在危机发生后许多利益相关者对公司的负面认知。毕楠等(2015)研究发现高声誉企业家进行品牌延伸时会受到消费者更高的评价。Park等(2014)以战略领导力等级的权力演变为基础,实证检验了CEO声誉在管理者被解雇事件中的作用。根据替罪羊理论(scapegoating theory)的观点,作者发现,CEO声誉降低了CEO被解雇的可能性,但是当面临较差的公司绩效之时,却增加了这种可能性。

第五,高管声誉对公司战略决策的影响。Cho(2016)以社会心理学的身份控制理论(identity control theory)为基础,通过实证检验发现,拥有较高声誉地位的高管倾向于为被并购公司支付较低的溢价,而当先期公司绩效偏离于行业平均回报率的时候,这种倾向会所有改变,即支付较高的溢价。该研究也同时发现,当高管刚刚获得较高声誉奖励的时候,并购溢价会进一步增加。作者提出,高管声誉具有明显的“双刃剑”效应,在发挥激励效应的同时,高管有时也会迫于期望创造出与其声誉地位相匹配的公司未来绩效而感到压力,以致做出有利于其个人声誉而非公司整体利益的战略决策,尤其是当声誉被高管完全内化之后,这种影响会更加强烈。

第六,高管声誉对公司资源获取的影响。高管声誉作为公司的无形资产,可以为公司带来更多的机会(Ketchen等, 2008)。依据社会认同理论,高管声誉会影响组织内个体以及潜在求职者对组织的认同感,潜在求职者会主动追寻具有高声誉的管理者。Gaines-Ross(2000)实验证明,80%的求职者认为CEO声誉是考虑工作场所是否符合预期的重要因素。具有良好的高管声誉可以帮助企业寻求更符合职位要求、企业文化的求职者,有利于获得更加匹配的人力资源。姚冰滢等(2015)发现,高声誉CEO会着重关注于外部环境的动态变化以及外部信息的获取,为团队增加了异质性的信息资源。孙俊华和陈传明(2009)以332家中国制造业上市公司为样本研究发现,具有良好声誉的企业家能够通过自我关系网络和企业关系网络获得的资源越多,企业能够获得的外部资源也就更为丰富。因此,高管声誉在社会关系网络中扮演着重要角色,可以影响企业对于外部资源的获取。

五、影响高管声誉治理效用的情境因素

从动态权变视角出发,高管声誉治理效用的发挥会受到多种情境因素的影响。通过文献梳理发现,高管职业生涯、声誉信号的发出与接收者类型、公司治理有效性以及公司基本特征等是影响高管声誉治理效用的主要情境因素。

第一,高管职业生涯。Rosen(1982)认为,伴随着高管职业生涯的发展,声誉机制对代理人的隐性激励作用会逐步弱化,也就是说,在高管职业生涯的早期,声誉契约具有更为显著的效用。但也有学者认为,声誉机制可以跨越时间因素的限制,比如Milgrom和Roberts(1982)证明,当声誉被作为可交易性的资产时,声誉机制同样能够对处于职业生涯晚期的代理人提供有效激励。Tadelis(1998)在此基础上也提出,声誉会对代理人提供跨越职业生涯的长期性激励。他进一步强调了在不同职业生涯阶段,对代理人提供激励的声誉来源也不同,处于职业生涯早期

的代理人由于关注于未来报酬而尽力维护个人声誉,处于职业生涯晚期的代理人则更加看重企业声誉的价值。黄群慧和李春琦(2001),张维迎(2005)均指出,经营者的长期预期是高管声誉机制形成和发挥作用的基础。因此,高管对职业生涯的规划会影响其对声誉的在意程度。

第二,声誉信号的发出与接受者类型。根据信号理论,通过设计良好的信号作为载体,高管才能够建立起声誉。信号的发出者与接受者类型会显著影响声誉形成与作用的过程。Boivie和Graffin(2016)的研究表明,分析师声誉、CEO声誉与公司声誉之间是相互影响与相互关联的,来自不同主体的声誉信号会共同影响公司业绩。Bednar等(2015)发现,当高管的行为受到质疑时,声誉惩罚(reputational penalties)的效用将根据信息接收者的不同而具有差异。比如,外部证券分析师与同行管理者两类接收者对于管理者采用毒丸计划(poison pills)的解释明显不同。这表明,声誉发挥的约束功能更具有随机性,声誉信号本身与传递信号的过程都会影响其效用。Weng和Chen(2017)通过实证研究发现,CEO声誉与公司声誉都会对公司绩效产生积极影响,但CEO声誉作用的持久性与延展性要优于公司声誉。

第三,公司治理有效性。Sanchez-Marin和Baixauli-Soler(2014)在研究高管声誉对高管团队薪酬影响的同时,检验了公司治理有效性的调节作用。研究发现:相比外部所有者控制的公司,高管声誉与高管薪酬的正向联系在内部管理者控制的公司更加显著;董事会的监督效应对高管声誉与高管薪酬之间的关系产生了显著的负向调节作用。作者解释道,在不完善的公司治理体系之下,董事会仅仅是为了将合法性信息进行外部传递,而非真正以组织或者利益相关者的利益为出发点进行监督。因此,治理主体之间的权力制衡、董事会治理等因素会影响声誉效用的实现。

第四,公司基本特征。行业特性、公司规模等也会影响高管声誉的治理效用。Johnson(1993)通过研究表明,高管声誉与公司绩效之间的关系强弱在不同行业之间存在差距。Stern等(2014)在研究以高科技为主导的行业内企业创立者的声誉和地位对与新建立企业进行联盟的影响时,认为对于科技敏感度较高的产业而言,在与新建立公司联盟时,高管需要面对相当大的不确定性。由于各个行业的特性不同,高管声誉所产生的影响也会有差异。Malmendier和Tate(2009)的研究表明,在规模较大的公司中由CEO获奖带来的声誉与权力的增加会恶化委托代理问题。

需要强调的是,相对于其他公司治理机制,高管声誉的形成及治理效用的实现并没有十分明确的模式与路径,其影响因素也更复杂。所以,在较大程度上会受到高管个人经历及心理因素的影响,比如,张维迎(2005)指出,长期导向型的高管可能会更在意自己的声誉。然而,目前对于情境变量的研究忽视了上述因素。

六、研究结论与展望

(一)研究结论

通过对高管声誉研究文献的回顾与梳理,本文得出以下结论:第一,学者们通常从贡献观、能力观与综合观三种范式出发界定高管声誉的内涵,同时也发现,高管声誉的形成路径受到公司信息披露、利益相关者评价、媒体报道倾向性、高管个人特征等因素的影响;第二,有关高管声誉治理效用的理论研究体系中存在两类假说——有效契约假说与寻租效应假说,分别以传统委托代理理论与行为委托代理理论为基础,而高管声誉的这种“双刃剑”效应产生的原因是高管声誉本身具有的独特属性,长期性与约束性决定了高管声誉在有效契约框架下的积极效用,内隐性与易损性决定了高管声誉在寻租效用框架下的消极效用;第三,高管声誉会对公司绩效、盈余质量、高管报酬、利益相关者行为、战略决策、资源获取等因变量产生双重的治理效

用,而从动态权变视角出发,这些治理效用会受到高管职业生涯、声誉信号的发出者与接受者类型、公司治理有效性、公司基本特征等情境因素的调节作用。综上所述,通过文献梳理与理论分析构建了高管声誉治理效用研究的理论框架,为高管声誉乃至公司治理研究领域的深入与拓展提供了思路,同时也会为实践者制定合理的高管声誉激励与约束契约提供有益借鉴。

(二)管理启示

在契约不完备的情况下,对于拥有剩余控制权的高管来说,如何将其决策的外部性内部化从而使其对自身行为负责?诸如薪酬、股权等方面的显性激励手段的弊端日益凸显,声誉作为一种重要的公司治理机制被理论界与实践界所关注。然而,通过笔者对多位高管的访谈发现,他们平日里对声誉的作用有感觉,但难以表述,也没有形成运用声誉激励完善公司治理和制度化的管理方法。这说明实践中也需要系统的高管声誉激励理论来解释现象和指导行为。本文通过文献梳理与理论分析,明确了高管声誉的内涵与特征、形成的影响因素、双重治理效应及情境因素,为政策制定者构建以声誉为核心的治理机制提供了理论参考。如果能够通过优化与完善高管声誉评价体系,进一步影响高管声誉的形成路径,并有效利用各层次情境因素的交互作用,强化“有效契约效应”,弱化“寻租效应”,制定出合理的声誉激励及约束契约,从而提升企业的公司治理水平。

(三)研究展望与启示

第一,在维度解构的基础上对高管声誉进行合理测量。目前文献中多采用媒体曝光率(media counts)与高知名度奖项(high-profile awards)来测量高管声誉。比如,Milbourn(2003)、Francis(2008)均将CEO媒体报道次数作为CEO声誉的替代变量。Lafond(2008)对此表示了质疑,提出了三点理由:一是新闻媒体本身的专业性并不能保证;二是忽略了投资者等外部利益相关者对于CEO的评价;三是新闻媒体选择报道对象的目的受到多种因素的影响,造成了对CEO声誉衡量的偏差。Wade等(2006)、Koh(2011)认为高知名度奖项是由杰出的商业领域的专家公开评选出的,更能够反映CEO声誉。但该方式也并不完善,首先未考虑利益相关者评价这个关键维度,而且即使是相关专家公开评选,也会由于信息不对称而导致偏差。因此,通过对高管声誉的构成维度进行分析,完善高管声誉的测量方式,是实证研究进一步深化的前提。

第二,鉴于高管声誉的内在属性,借鉴社会学与心理学等相关观点,深入探讨与阐释高管声誉的形成路径。有学者认为,财务绩效是难以客观评价高管声誉的,它与高管才能之间是松散耦合的:一是高管声誉具有长期性质,财务绩效却是短期的,两者之间并不直接相关;二是公司绩效不仅仅取决于高管决策,也会受到行业与环境因素的影响。因此,应该借鉴社会学或心理学中的相关理论对高管声誉的形成路径及影响因素进行系统分析,综合运用文献分析、理论演绎以及对高管的深度访谈对声誉进行解构,同时运用上市公司数据进行进一步验证。

第三,高管声誉治理效用的研究视角应实现从价值分配到价值创造的演进,并尝试探究高管个人经历及心理因素等情境变量的调节效应。目前对于高管声誉治理效用的实证研究多基于价值分配视角,忽视了价值创造视角下的理论与实证研究。价值分配视角的研究主要探讨在分配环节如何对剩余索取权与剩余控制权进行配置。价值创造视角则强调,公司治理的作用范围不能仅涉及分配环节,而应延伸到生产过程中,对资源配置发挥一定的效用,从而影响企业的技术创新。在当前公司治理研究领域中,已取得了较多支持价值创造视角的经验证据,但鲜有研究对高管声誉的价值创造效应进行深入探讨。而由于高管声誉具有的长期性与约束性等特征,如果将其作为一种隐性激励契约,可能会减少高管对短期或个人利益的关注,从而对公司创新产生促进作用。但高管也可能会为了维护自身声誉而拒绝承担较高的风险,反而会抑制公司的技术创新。而高管声誉对于技术创新究竟能够产生怎样的影响?受到何种情境因素的影

响?这是值得探讨的主题。此外,近期文献以高管心理特征或个人经历作为研究对象(Sunder等,2017;Bernile等,2017)。而鉴于高管声誉对高管行为的作用过程,其心理与经历等也应该作为情境因素引入到高管声誉治理效用的研究框架之中。

第四,后续研究应通过对公司高管进行实地观察、深度访谈等质性研究方法,“进入现场”接触研究对象,运用单案例或者跨案例分析方法,对高管声誉的作用机理进行更为深入的剖析。由于高管声誉具有的内隐性特征,仅采用大数据样本进行计量分析难以对其作用机理等内容进行准确的界定与阐释。而单案例研究方法可以更好地阐释单一情景下的高管声誉对高管行为作用的动态过程,跨案例研究方法则遵从可复制的逻辑原则,从多个案例中归纳统一规律,以此提升结论的可靠性。上述方法可以在一定程度上克服实证研究的局限性。尤其是在中国特殊的制度环境及文化情境之下,研究高管声誉激励的治理效应及作用机理也需要借助案例研究等质性方法。

主要参考文献

- [1] 毕楠,银成钺.名人企业家——品牌延伸的新路径[J].外国经济与管理,2015,(5):25-35.
- [2] 醋卫华,李培功.媒体追捧与明星CEO薪酬[J].南开管理评论,2015,(1):118-129.
- [3] 黄群慧,李春琦.报酬、声誉与经营者长期化行为的激励[J].中国工业经济,2001,(1):59-63.
- [4] 黄再胜.西方企业激励理论的最新发展[J].外国经济与管理,2004,(1):28-31.
- [5] 孙俊华,陈传明.企业家社会资本与公司绩效关系研究——基于中国制造业上市公司的实证研究[J].南开管理评论,2009,(2):28-36.
- [6] 姚冰滢,马琳,王雪莉,等.高管团队职能异质性对企业绩效的影响:CEO权力的调节作用[J].中国软科学,2015,(2):117-126.
- [7] 张维迎.产权、激励与公司治理[M].北京:经济科学出版社,2005.
- [8] Anderson C, Shirako A. Are individuals' reputations related to their history of behavior?[J]. Journal of Personality and Social Psychology, 2008, 94(2): 320-333.
- [9] Bailey F G. Gifts and poison: The politics of reputation[M]. Oxford: Blackwell, 1971.
- [10] Bebchuk L A, Fried J M. Executive compensation as an agency problem[J]. Journal of Economic Perspectives, 2003, 17(3): 71-92.
- [11] Bednar M K, Love E G, Kraatz M. Paying the price? The impact of controversial governance practices on managerial reputation[J]. Academy of Management Journal, 2015, 58(6): 1740-1760.
- [12] Bernile G, Bhagwat V, Rau P R. What doesn't kill you will only make you more risk-Loving: early-life disasters and CEO behavior[J]. Journal of Finance, 2017, 72(1): 167-206.
- [13] Boivie S, Graffin S, Gentry R. Understanding the direction, magnitude, and joint effects of reputation when multiple actors' reputations collide[J]. Academy of Management Journal, 2016, 59(1): 188-206.
- [14] Cambini C, Rondi L, De Masi S. Incentive compensation in energy firms: does regulation matter?[J]. Corporate Governance: An International Review, 2015, 23(4): 378-395.
- [15] Cianci A M, Kaplan S E. The effect of CEO reputation and explanations for poor performance on investors' judgments about the company's future performance and management[J]. Accounting, Organizations and Society, 2010, 35(4): 478-495.
- [16] Cho S Y, Arthurs J D, Townsend D M, et al. Performance deviations and acquisition premiums: The impact of CEO celebrity on managerial risk-taking[J]. Strategic Management Journal, 2016, 37(13): 2677-2694.
- [17] Fama E F. Agency problems and the theory of the firm[J]. Journal of Political Economy, 1980, 88(2): 288-307.
- [18] Fetscherin M. The CEO branding mix[J]. Journal of Business Strategy, 2015, 36(6): 22-28.
- [19] Fombrun C J. Reputation: realizing value from the corporate image[M]. Boston: Harvard Business School Press, 1996.
- [20] Francis J, Huang A H, Rajgopal S, et al. CEO reputation and earnings quality[J]. Contemporary Accounting Research, 2008, 25(1): 109-147.

- [21]Gaines-Ross L. CEO Reputation: a key factor in shareholder value[J]. *Corporate Reputation Review*, 2000, 3(4): 366–370.
- [22]Graham J R, Harvey C R, Rajgopal S. The economic implications of corporate financial reporting[J]. *Journal of Accounting & Economics*, 2004, 40(1–3): 3–73.
- [23]Graffin S D, Ward A J. Certifications and reputation: Determining the standard of desirability amidst uncertainty[J]. *Organization Science*, 2010, 21(2): 331–346.
- [24]Graffin S D, Wade J B, Porac J F, et al. The impact of CEO status diffusion on the economic outcomes of other senior managers[J]. *Organization Science*, 2008, 19(3): 457–474.
- [25]Hayward M L A, Rindova V P, Pollock T G. Believing one’s own press: The causes and consequences of CEO celebrity[J]. *Strategic Management Journal*, 2004, 25(7): 637–653.
- [26]Holmström B. Managerial incentive problems: a dynamic perspective[J]. *Review of Economic Studies*, 1999, 66(1): 169–182.
- [27]Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. *Journal of financial economics*, 1976, 3(4): 305–360.
- [28]Jian M, Lee K W. Does CEO reputation matter for capital investments?[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2011, 17(4): 929–946.
- [29]Johnson W B, Young S M, Welker M. Managerial reputation and the informativeness of accounting and market measures of performance[J]. *Contemporary Accounting Research*, 1993, 10(1): 305–332.
- [30]Kaplan S E, Samuels J A, Cohen J. An examination of the effect of CEO social ties and CEO reputation on nonprofessional investors’ Say-on-pay judgments[J]. *Journal of Business Ethics*, 2015, 126(1): 103–117.
- [31]Ketchen D J Jr, Adams G L, Shook C L. Understanding and managing CEO celebrity[J]. *Business Horizons*, 2008, 51(6): 529–534.
- [32]Koh K. Value or glamour? An empirical investigation of the effect of celebrity CEOs on financial reporting practices and firm performance[J]. *Accounting & Finance*, 2011, 51(2): 517–547.
- [33]Lafond R. Discussion of “CEO reputation and earnings quality”[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2008, 25(1): 149–156.
- [34]Malmendier U, Tate G. Superstar CEOs[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 2009, 124(4): 1593–1638.
- [35]Milbourn T T. CEO Reputation and Stock-based Compensation[J]. *Journal of Financial Economics*, 2003, 68(2): 233–262.
- [36]Miller G S. The press as a watchdog for accounting fraud[J]. *Journal of Accounting Research*, 2006, 44(5): 1001–1033.
- [37]Milgrom P, Roberts J. Predation, reputation and entry deterrence[J]. *Journal of Economic Theory*, 1982, 27(2): 280–312.
- [38]Park J H, Kim C, Sung Y D. Whom to Dismiss? CEO celebrity and management dismissal[J]. *Journal of Business Research*, 2014, 67(11): 2346–2355.
- [39]Radner R. Monitoring cooperative agreements in a repeated principal-agent relationship[J]. *Econometrica*, 1981, 49(5): 1127–1148.
- [40]Ranft A L, Zinko R, Ferris G R, et al. Marketing the image of management: the costs and benefits of CEO reputation[J]. *Organizational Dynamics*, 2006, 35(3): 279–290.
- [41]Rosen S. Authority, control, and the distribution of earnings[J]. *Bell Journal of Economics*, 1982, 13(2): 311–323.
- [42]Sanchez-Marin G, Baixauli-Soler J S. CEO reputation and top management team compensation: The moderating role of corporate governance[J]. *Management Decision*, 2014, 52(3): 540–558.
- [43]Sohn Y J, Lariscy R. Resource-based crisis management: the important role of the CEO’s reputation[J]. *Journal of Public Relations Research*, 2012, 24(4): 318–337.
- [44]Stern I, Dukerich J M, Zajac E. Unmixed signals: How reputation and status affect alliance formation[J]. *Strategic Management Journal*, 2014, 35(4): 512–531.
- [45]Sunder J, Sunder S V, Zhang J J. Pilot CEOs and corporate innovation[J]. *Journal of Financial Economics*, 2017, 123(1): 209–224.
- [46]Tadelis S. What’s in a Name? Reputation as a tradeable asset[J]. *The American Economic Review*, 1998, 89(3): 548–563.
- [47]Wade J B, Porac J F, Pollock T G, et al. The burden of celebrity: the impact of CEO certification contests on CEO pay and

- performance[J]. *Academy of Management Journal*, 2006, 49(4): 643–660.
- [48] Walker K. A systematic review of the corporate reputation literature: Definition, measurement, and theory[J]. *Corporate Reputation Review*, 2010, 2(4): 357–387.
- [49] Weng P S, Chen W Y. Doing good or choosing well? Corporate reputation, CEO reputation, and corporate financial performance[J]. *The North American Journal of Economics and Finance*, 2017, 39: 223–240.
- [50] Wong S S, Boh, W F. Leveraging the ties of others to build a reputation for trustworthiness among peers[J]. *Academy of Management Journal*, 2010, 53(1): 129–148.
- [51] Zavyalova A, Pfarrer M, Reger R K, et al. Reputation as a benefit and a burden? how stakeholders' organizational identification affects the role of reputation following a negative event[J]. *Academy of Management Journal*, 2016, 59(1): 253–276.

Motivation or Burden? A Literature Review of Dual Governance Effect of Executive Reputation and Prospects

Xu Ning, Wu Haoyu, Wang Shuai

(*School of Management, Shandong University, Ji'nan 250100, China*)

Abstract: Executive reputation is an important issue in the field of corporate governance research. In recent years, many valuable research achievements have been accumulated, but do not reach a consistent conclusion. Will executive reputation be able to give executives power or become a burden? Based on a literature review of executive reputation and its governance effects, this paper summarizes contribution view, competence view and synthesis view of the concept of executive reputation and clarifies the factors that affect the formation of executive reputation. Secondly it interprets efficient contracting hypothesis and rent extraction hypothesis and their theoretical basis, reveals the causes of the “double-edged sword” of executive reputation from the perspectives of unique attributes such as long-term nature, binding, implicitness and vulnerability, and constructs the theoretical framework of the utility research of executive reputation. And based on this, this paper analyzes the dual utility of executive reputation on corporate performance, earnings management, executive compensation, stakeholders' behavior, corporate strategy decision, corporate resource acquisition and other dependent variables, and the context variables that influence the strength of its governance effect. Finally, it gives a prospect for the outstanding frontier issues in order to provide a useful reference for further research and enterprise practice.

Key words: executive reputation; dual governance effect; stakeholder; context factor

(责任编辑: 子文)