

## 职业经理人的声誉效应

张雄林, 和金生, 刘洪伟

(天津大学 管理学院, 天津 300072)

**摘要:** 声誉是拥有私人信息的交易一方对没有私人信息的交易另一方的承诺, 是一种无形资产, 具有溢出效应和路径依赖性。声誉效应为职业经理人提供了强劲的激励, 促进了效率优化。只要职业经理人之间博弈重复的次数足够多, 声誉行为将会在有限次博弈中出现。职业经理人不仅要考虑当期报酬最大化, 更要考虑上期业绩、声誉对下期报酬的影响, 以最大化其长期利益, 因此从创建职业经理人的历史纪录、培育职业经理人竞争市场、创造提供适宜的社会环境等方面建立职业经理人声誉管理机制就显得十分必要。

**关键词:** 工商管理; 企业管理; 职业经理人; 声誉; 声誉效应; 声誉管理机制

中图分类号: C931

文献标识码: A

文章编号: 1671-6248(2006)01-0029-04

## Reputation Effect of the Professional Managers

ZHANG Xiong lin, HE Jin sheng, LIU Hong wei

(School of Management, Tianjin University, Tianjin 300072, China)

**Abstract:** The reputation is promise which the person with the private information provides for the other person without the private information. As a kind of invisible capital, it presents the spilling effect and the path dependence. The reputaiton effect prompts the professional managers strongly and optimizes their efficiencies. If the game is repeated among the professional managers enough, the reputation behavior will appear. To maximize their long profits, the professional managers consider not only maximizing the present rewards but also the influences which the achievement and the reputation in the last period have on the reward in the next period. So it is indispensable to establish the professional managers' reputation mechanism which concludes establishing the professional managers' reputation records, fostering the professional manager's competitive market, providing the adaptive social circumstances and so on.

**Key words:** industrial and commercial management; enterprise management; professional manager; reputation; reputation effect; managing mechanism about the reputation

## 0 引言

长期以来, 经济学一直把声誉看作保证契约诚实执行的重要机制。经济学从利益最大化的假设出发, 认为职业经理人追求良好声誉是为了获得长期利益, 这是一种长期重复博弈的均衡结果。管理学把声誉看作一种重要的激励手段。马斯洛的需要层次理论

告诉我们, 人的需要层次是从低到高的。职业经理人为了得到更多的报酬和成就, 进而赢得承认和尊重, 实现自我, 就不得不维护自己的声誉。

对于职业经理人而言, 声誉与其利益休戚相关, 进而影响其行为。因此, 分析探讨职业经理人的声誉效应, 建立有效的职业经理人声誉激励机制是十分必要的。

收稿日期: 2005-04-05

基金项目: 国家自然科学基金资助课题(7027044); 博士点基金资助项目(20030056014)

作者简介: 张雄林(1972-), 男, 吉林蛟河人, 管理学博士研究生。

## 1 声誉及其性质

声誉(Reputation),就是名誉、声望的意思。Kreps、Wilson、Hilgrom 和 Roters(1982)认为,声誉是一种“认知”,即在信息不对称的条件下,一方参与人对于另一方参与人是某种类型(包含其偏好或者可行性行为)的一种认知,而且这种认知不断地被更新。斯蒂格利茨认为,声誉是拥有私人信息的交易一方没有私人信息的交易另一方的一种承诺<sup>[1]</sup>。综合对声誉的理解,可以看出声誉具有如下性质。

### 1.1 声誉是一种无形资产

在长期的博弈过程中,行为主体基于交互信息,形成了关于彼此是何种类型的“认知”,这种“认知”作为一种制度性知识协调了分工,促成了广泛的社会合作。它通过直接或间接的方式激发了交易主体之间的“信任”关系,降低了交易成本,减少了“不确定性”。因此,赞同新制度经济学的代表人物——诺斯认为,声誉是一种有价值的资产,与制度一样降低了交易成本,减少了交易的不确定性<sup>[2]</sup>。

### 1.2 声誉具有溢出效应

Cole 和 Kehoe(1996)指出,“声誉”常常会超越交易范围而对范围之外的个体产生影响,这就是声誉的溢出效应。声誉的“溢出效应”更加减少了“不确定性”,抑制了信息优势方的机会主义行为,使博弈从“不合作均衡”走向“合作均衡”。

### 1.3 声誉具有路径依赖性

职业经理人对自身声誉的投资越多,他就越关注自身的声誉,就会为维持和扩大声誉而做进一步的声誉投资。因为声誉投资是一种沉淀成本,沉淀成本越高,丧失声誉的机会成本也就越高。由于声誉一旦丧失就很难再重新建立起来,或者说声誉的建立要比声誉的毁坏难得多,因此在其他条件不变的前提下,对声誉的投资应该是一个不断自我增长的过程。

## 2 声誉效应

职业经理人管理委托人提供的投资,委托人设定职业经理人的经营绩效目标。职业经理人为获得预期收益与声誉而努力工作。假定职业经理人为委托人实现的价值服从分布函数  $F(v, a_v)$ ,  $v$  是价值,  $a_v$  是职业经理人的努力程度。如果  $v$  以概率  $F(v_0, a_v)$  低于临界值  $v_0$ , 那么该职业经理人的声誉将降低  $R$  (表现为价值); 反之经理人以概率  $[1 - F(v_0, a_v)]$  得到委托人的认可, 该职业经理人的声誉上升  $R$ 。

在稳态的重复博弈下, 存在如下优化

$$V = \max_{e_v} \{ \delta \pi(a_v) - C(a_v) \} + \delta [1 - F(v_0, a_v)] R \quad (v \geq v_0) \quad (1)$$

$$V = \max_{e_v} \{ \delta \pi(a_v) - C(a_v) \} - \delta F(v_0, a_v) R \quad (v < v_0) \quad (2)$$

式中:  $V$  为职业经理人未来收益的现值;  $\delta$  为贴现因子;  $\pi(a_v)$  为职业经理人对未来收益的期望;  $C(a_v)$  为实现收益所需的成本。

对  $a_v$  求导, 并令  $dV/da_v$ , 其导数为 0, 得到职业经理人的努力水平由式(3)决定

$$\left( \frac{d\pi}{da_v} \right) - \frac{RdF(v_0, a_v)}{da_v} = \frac{dC}{da_v} \quad (3)$$

建立边际收益与边际成本曲线图(图1), 曲线1、曲线2和曲线3分别为不考虑声誉效应、考虑声誉效应和帕累托最优的情况。从图1中看出, 无声誉效应时, 职业经理人的边际收益曲线1带来的效率损失为收益面积  $EHIG$ ; 有声誉效应时, 职业经理人的边际收益曲线2带来的效率损失为收益面积  $IFG$ 。边际收益曲线2与边际收益曲线1相比, 效率损失减少  $HIEF$ , 此处收益就是声誉效应发挥作用之处。显然, 声誉效应为职业经理人提供了更强的激励, 这使得效率损失  $IFG$  将越来越小, 促进了效率优化<sup>[3]</sup>。

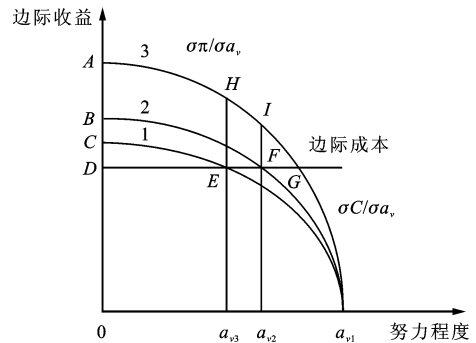


图1 职业经理人边际收益——努力程度模型

## 3 职业经理人之间博弈均衡的结果

在信息完备的情况下, 有限次重复博弈会产生“连锁店悖论”, 有限次囚徒困境博弈也有类似的结果。这表明在完全信息条件下的有限次重复博弈不可能导致参与人的合作行为。在这种情况下, 没有声誉效应产生, 也不存在对声誉的解释, 因为参与人没有积极性建立良好的声誉。Kreps(1982)的KMRW声誉模型通过将不完全信息引入有限次重复博弈, 解决了“连锁店悖论”。KMRW定理告诉

我们,在  $T$  阶段重复博弈过程中,如果每个职业经理人都具有  $p > 0$  的概率是非理性的(即只选择“针锋相对”或“冷酷战略”),如果  $T$  足够大,那么存在  $T_0 < T$ ,这使得下列战略构成精炼贝叶斯均衡;所有理性职业经理人在  $t \leq T_0$  阶段选择合作(维护声誉),在  $t > T_0$  阶段选择不合作(诋毁声誉)<sup>[4]</sup>。

固定一、两个参与人的阶段博弈  $g$ , 令  $V^*$  是可行的个人理性收益集。现在考虑期限  $T$  固定时  $g$  的重复博弈。假定贴现因子  $\delta = 1$ , 如果参与人  $i$  的收益是  $g_i$  之和的期望值,则称参与人  $i$  是“明智”的。对于任意  $v = (v_1, v_2) \in V^*$  和任意  $\epsilon > 0$ , 存在 1 个  $T$  使得对所有  $T > T$ , 存在 1 个  $T$  期的博弈使得每一个参与人  $i$  以独立于他人的概率  $1 - \epsilon$  明智,在均衡中,如果参与人是明智的,则他的期望平均收益在  $v_i$  的  $\epsilon$  领域内<sup>[5]</sup>。

令  $e$  是 1 个收益为  $y = (y_1, y_2)$  静态均衡组合,令  $v$  是 1 个帕累托占优于  $y$  的收益向量。假定收益  $v$  可以通过 1 个纯行动组合  $a$  达到,即  $g(a) = v$ 。现在考虑 1 个  $T$  期的博弈,其中每个参与人  $i$  有两种类型:“明智”和“疯狂”,疯狂类型的收益使下面的策略弱占优:采取  $a_i$  只要过去没有偏离过  $a$ , 否则采取  $e_i$ 。

令  $\bar{g}_i = \max_a g_i(a)$  是参与人  $i$  的最高可执行阶段博弈收益,令  $\underline{g}_i = \min_a g_i(a)$  是参与人  $i$  的最低可挂靠阶段博弈收益,规定

$$T > \max_i \left[ \frac{\bar{g}_i - (1 - \epsilon)\underline{g}_i - \epsilon y_i}{\epsilon(v_i - y_i)} \right]$$

检查沿着  $T$  之前的博弈路径,选出一期  $t > T$ ,使得在这之前策略没有发生过偏离。如果参与人  $i$  采取除了  $a_i$  之外的任何行动,当期他最多得到  $\bar{g}_i$ ,在这以后最多每期得到  $y_i$ ,得到的持续收益为  $P = \bar{g}_i + (t-1)y_i$ 。如果他(不一定是最优)一直采取  $a_i$  直到他的对手偏离,并在这以后采取  $e_i$  的策略。他的期望收益至少是

$$P' = \epsilon v + (1 - \epsilon)[\bar{g}_i + (t-1)y_i] \quad (4)$$

这个策略中,如果对手是疯狂的,则可以得到  $tv_i$ ;如果对手是明智的,则至少可以得到  $\bar{g}_i + (t-1) \cdot y_i$ 。 $T$  的定义使得在  $t > T$  时,  $P' > P$ 。这表明参与人  $i$  对参与人  $j$  策略的最优反应是存在的。当参与人像我们规定的那样对偏离产生反应时,在  $T$  之前的任何偏离,只能带来一期的收益(相对于  $y_i$ ),而在  $T$  之前一直采取  $a_i$  带来的是以概率  $\epsilon$  在剩下时间内线性增加的收益  $(v_i - y_i)$ ,所担的风险也只是一期的损失。这就是为什么在期限足够长时,甚至

很小的  $\epsilon$  也会造成声誉的原因。

由职业经理人之间的博弈产生的声誉效应,我们认识到,只要博弈重复的次数足够多,合作行为将会在有限次博弈中出现。尽管每个职业经理人在选择合作时冒着被其他职业经理人出卖的风险,但如果他选择不合作,就暴露了自己是非合作型的,从而失去了获得长期合作收益的可能,如果双方是合作型的话。如果博弈重复的次数足够多,未来收益的损失就超过短期被出卖的损失,因此在博弈的开始,每一个职业经理人都想树立一个合作形象(即让对方认为自己是喜欢合作的),即使在本性上并不是合作型的,只有在博弈快结束的时候,参与人才会一次性地把自己的过去建立起来的声誉用尽,合作才会停止。可见,职业经理人声誉的形成是职业经理人之间不完全信息长期博弈均衡的结果。

## 4 职业经理人与委托人长期合作的结果

职业经理人的声誉创建使职业经理人不仅考虑当期报酬最大化,更重要的是考虑上期业绩、声誉对下期报酬的影响,以便形成自我规范与约束行为的机制。Fama(1980)强调了职业经理人市场对职业经理人行为的约束<sup>[6]</sup>。她认为,在竞争的职业经理人市场上,职业经理人的市场价值决定于其过去的经营业绩,从长期来看,职业经理人必须对自己的行为负有完全的责任,因此即使显性激励不充分,职业经理人也会积极努力工作,因为这样做可以改进自己在职业经理人市场上的声誉,从而提高未来的收入。Holmstrom(1982)模型化了 Fama 的上述思想,从两个阶段职业经理人的工作中推导论证了声誉的作用<sup>[7]</sup>。

假定职业经理人签订合同工作分为 2 个阶段,生产函数

$$\pi_t = a_t + \theta + u_t \quad (t = 1, 2)$$

式中:  $\pi_t$  可以理解产出;  $a_t$  是职业经理人的努力水平;  $\theta$  是职业经理人的经营能力;  $u_t$  是外生随机变量。假定  $a_t$  是职业经理人的私人信息,  $\pi_t$  是共同信息,  $\theta$  和  $u_t$  是正态独立分布的,均值均为 0 ( $E\theta = Eu_t = 0$ ),方差分别为  $\sigma_\theta^2$  和  $\sigma_u^2$ ;进一步假定随机变量  $u_1$  和  $u_2$  是独立的,有  $\text{cov}(u_1, u_2) = 0$ 。假定职业经理人是风险中性的,并且贴现率为 0。因此,职业经理人的效用函数为

$$U = w_1 - c(a_1) + w_2 - c(a_2)$$

式中:  $w_t$  是职业经理人在  $t$  期的工资;  $c(a_t)$  是努力的负效用。假定  $c(a_t)$  是严格递增的凸函数,而且

$c'(a_i) = 0$ 。在上述假定下, 如果投资人可以与职业经理人签订显性合同, 则

$$w_t = \pi_t - y_0$$

式中:  $y_0$  不依赖于  $\pi_t$ , 帕累托一阶最优可以实现风险成本等于 0; 职业经理人的最优努力水平为

$$c'(a_t) = 1, t = 1, 2$$

职业经理人在第二阶段的工资  $w_2$  依赖于市场(股东)对职业经理人经营努力  $\theta$  的预期, 而  $a_1$  通过对  $\pi_1$  的作用影响这种预期。

假定资本市场是完全竞争的, 职业经理人的工资等于预期产出, 则

$$w_1 = E(\pi_1) = E(a_1) = \bar{a}_1$$

$$w_2 = E(\pi_2 | \pi_1)$$

式中:  $\bar{a}_1$  为市场对职业经理人在使其 1 的努力水平的预期,  $E(\pi_2 | \pi_1)$  是给定时期 1 的实际产出为  $\pi_1$  的情况下, 市场对时期 2 的产出的预期。假设

$$E(\pi_2 | \pi_1) = E(a_1 | \pi_1) + E(\theta | \pi_1) +$$

$$E(u_2 | \pi_1) = E(\theta | \pi_1)$$

因为  $E(a_2 | \pi_1) = E(u_2 | \pi_1) = 0$  假定市场具有理性预期, 那么在均衡时,  $\bar{a}_1$  等于职业经理人的实际选择, 当观测到  $\pi_1$  时, 市场知道  $\theta + u_1 = \pi_1 - \bar{a}_1$ 。但市场不能把  $\theta$  与  $u_1$  分开; 就是说, 市场不知道除职业经理人的努力外,  $\pi_1$  是职业经理人经营能力的结果还是外生的不确定因素  $u_1$  的结果。市场要根据  $\pi_1$  来推断  $\theta$ 。令

$$\tau = \frac{\text{var}(\theta)}{\text{var}(\theta) + \text{var}(u_1)} = \frac{\sigma_\theta^2}{\sigma_\theta^2 + \sigma_u^2}$$

即  $\tau$  为  $\theta$  的方差与  $\pi_1$  的方差的比率。 $\sigma_\theta^2$  越大,  $\tau$  越大。根据理论预期公式

$$E(\theta | \pi_1) = (1 - \tau)E(\theta) + \tau(\pi_1 - \bar{a}_1) = \tau(\pi_1 - \bar{a}_1)$$

因为假定  $E\theta = 0$ , 就是说, 给定  $\pi_1$  下市场预期的  $\theta$  的期望值是先验期望值  $E\theta$  和观测值  $\pi_1 - \bar{a}_1$  的加权平均; 市场根据观测到的信息修正对职业经理人能力的判断。事前有关能力的不确定性越大, 修正越多。这一点是自然的, 因为  $\tau$  反映了  $\pi_1$  包含的有关  $\theta$  的信息;  $\tau$  越大,  $\pi_1$  包含的信息量就越多。特别地, 如果没有事前的不确定性( $\sigma_\theta^2 = 0$ ),  $\tau = 0$ , 市场将不修正; 另一方面, 如果事前的不确定性非常大( $\sigma_\theta^2 \rightarrow \infty$ ), 或者如果没有外生的不确定性( $\sigma_u^2 = 0$ ),  $\tau = 1$ , 市场将完全根据观测到的  $\pi_1$  修正对  $\theta$  的判断。一般来说,  $\tau$  介于 0 与 1 之间。

给定  $\tau > 0$ , 均衡工资  $E(\theta | \pi_1) = \tau(\pi_1 - \bar{a}_1)$  意味着时期 1 的产出越高, 时期 2 工资越高。将  $w_1$  和

$w_2$  代入, 职业经理人的效用函数为

$$U = \bar{a}_1 - c(a_1) + \tau(a_1 + \theta + u_1 - \bar{a}_1) - c(a_2) \quad (5)$$

职业经理人最优化的一阶条件为

$$c'(a_1) = \tau > 0 \Rightarrow a_1 > 0$$

就是说, 尽管职业经理人的最优工作努力没有对称信息下那么大(满足  $c'(a_1) = 1$ ), 出于声誉的考虑, 职业经理人在时期 1 的努力水平严格大于 0。 $\tau$  越大, 声誉效用越强。

上述模型与结果很容易一般化。进一步可以证明, 如果能力  $\theta_t$  服从随机行走, 当  $T \rightarrow \infty$  时, 稳态的一阶条件满足

$$c'(a_t) = \beta = \frac{\delta\tau}{1 - (1 - \tau)\delta} \quad (6)$$

式中:  $\delta$  为贴现因子;  $\tau$  为长期修正系数。同时注意, 当  $\delta = 1$ ,  $c'(a) = 1$ , 就是说, 如果职业经理人对未来不贴现, 帕累托一级最优可以实现, 尽管不存在显性激励合同, 声誉效用可以起到隐性激励作用。职业经理人为了获得更大的长远收益, 注重声誉是其理性的选择。

## 5 职业经理人声誉管理机制的建立

在职业经理人完全竞争的情况下, 长期而言, 声誉对职业经理人的行为就有很大的约束力。Sirri 和 Tufano 等人的实证研究表明, 职业经理人与委托人合作成败完全取决于职业经理人的声誉和经历, 职业经理人过去的业绩是吸引委托人的一个强烈信号。但职业经理人对自己声誉的重视程度是由多方面因素决定的, 其中较重要的有声誉质量(声誉反映实际情况的准确程度)、未来预期和已有能力的投入。针对影响职业经理人的重要因素, 我们认为建立职业经理人的声誉管理机制应该从以下几个方面着手。

第一, 创建职业经理人的历史纪录。投资者通过这种记录可以了解职业经理人以前经营或任职公司的行为, 这在无形中对他们构成一种监督的压力, 保证创业职业经理人具有长远预期。只有对未来有长远预期的职业经理人才会在经营管理中注重自己的声誉。只要职业经理人能够预期到博弈是长期重复进行的, 为了获取长期收益, 职业经理人就会重视自己的职业声誉, 约束自己的行为。

第二, 培育充分竞争的职业经理人市场, 以保证职业经理人声誉的“质量”。通过培育充分竞争的职业经理人市场, 对创建职业经理人声誉的信息准确

(下转第 42 页)

2000.

[ 3 ] 欧共体官方出版局. 欧共体基础法[ M ] . 苏明忠, 译. 北京: 国际文化出版公司, 1992.

[ 4 ] 张荐华. 欧洲一体化与欧盟的经济社会政策[ M ] . 北京: 商务印书馆, 2001.

[ 5 ] Gillion Colin. 全球养老保障: 改革与发展[ M ] . 杨燕绥, 译. 北京: 中国劳动与社会保障出版社, 2002.

[ 6 ] 和春雷. 社会保障制度的国际比较[ M ] . 北京: 法律出版社, 2001.

[ 7 ] Keenay G. The Role of Personal Tax System in Old age Support: A Survey of 15 Countries[ J ] . Fiscal Studies 2003, 24( 10 ) : 1- 21.

[ 8 ] Queisser. Pensions in Germany [ M ] . Washington: World Bank Policy Research Press, 1996.

[ 9 ] 威廉姆森, 孙 策. 中国养老保险制度改革: 从 FDC 层次向 NDC 层次转换[ J ] . 经济社会体制比较, 2004, 19( 3 ) : 71- 77.

[ 10 ] Kotlikoff L J. Generational Accounting [ M ] . New York: Free Press, 1992.

[ 11 ] 邹根宝. 社会保障制度——欧盟国家的经验与改革[ M ] . 上海: 上海财经大学出版社, 2000.

[ 12 ] 约翰·平德. 联盟的大厦[ M ] . 潘 琪, 译. 沈阳: 辽宁教育出版社, 1998.

( 上接第 32 页 )

无误地产生和传送, 也是防止声誉机制扭曲的制度保证。真正优秀的职业经理人的声誉是在长期的市场竞争中获得的。

第三, 建立适合职业经理人声誉机制发挥作用的社会法律环境、规章制度、正确的道德伦理、意识形态。

中国的创业投资现在正处在初步发展阶段, 规范创业投资运作的法律体系还不完善, 对创业投资成败的宽容态度和创业风险意识形态也需进一步地引导, 这对职业经理人声誉机制的建立, 形成职业经理人行为的激励约束机制, 具有重要意义。

6 结 语

由以上论述可知, 职业经理人的声誉效应在理论与现实中是普遍存在的, 它的形成是职业经理人之间以及职业经理人与委托代理人长期博弈均衡与合作的结果。由于信息极其不对称, 职业经理人的声誉效应约束和规范了职业经理人的行为, 同时也

利于职业经理人向委托人传递信息。这对于提高中国企业管理水平具有十分重要的理论和现实意义。

参考文献:

[ 1 ] 斯蒂格利茨. 经济学[ M ] . 梁小民, 译. 北京: 中国人民大学出版社, 1997.

[ 2 ] 诺思. 制度、制度变迁与经济绩效[ M ] . 刘守英, 译. 上海: 上海三联书店, 1993.

[ 3 ] 张雄林, 和金生, 熊德勇. 项目管理中的“知识发酵”[ J ] . 长安大学学报: 社会科学版, 2005, 7( 4 ) : 24- 27.

[ 4 ] 张维迎. 博弈论与信息经济学[ M ] . 上海: 上海人民出版社, 1996.

[ 5 ] 朱·弗登博格, 让·梯若尔. 博弈论[ M ] . 黄 涛, 郭凯, 译. 北京: 中国人民大学出版社, 2002.

[ 6 ] Fama E. Agency Problems and the Theory of the Firm [ J ] . Journal of Political Economy, 1980( 88 ) : 288- 307.

[ 7 ] Holmstrom Bengt . Managerial Incentive Problem — A Dynamic Perspective [ J ] . The Review of Economic Studies, 1999, 66( 1 ) : 169- 182.