

经理人市场对高管薪酬的影响

——来自高管跳槽现象的证据

余国杰
宫元

摘要:基于 2007 - 2014 年 A 股上市公司数据,从高管跳槽现象的视角,对经理人市场如何影响高管薪酬进行探究。研究发现,公司在发生高管跳槽之后会显著提高现任高管的薪酬,尤其是基于股权的薪酬。现任高管的薪酬提升幅度与其在经理人市场上的流动性有关,也与跳槽高管的特征(对原公司的重要性、新工作的吸引力)有关。同时,通过引入倾向得分匹配(PSM)模型,发现发生高管跳槽的公司在事前有显著的薪酬劣势,而事后的加薪使这些公司显著的薪酬劣势消失。另外,加薪措施能够有效地防止现任高管的跳槽。研究结果说明,经理人市场中的高管跳槽行为是公司薪酬政策的重要决定因素之一。

关键词:经理人市场;高管薪酬;高管跳槽

DOI:10.3773/j.issn.1006-4885.2016.02.019

中图分类号:F272.92 文献标识码:A 文章编号:1002-9753(2016)02-0019-20

1 引言

在公司治理众多的利益相关者之中,高管对公司的经营与发展具有举足轻重的作用,高管薪酬及其影响因素一直以来是学术界和实务界关注的热点。

主流经济理论对高管薪酬及其影响因素的研究大都植根于委托代理分析范式下的最优契约理论,主要关注了代理人缔约之后的道德风险行为和激励约束机制(Fried 和 Bebchuk, 2003^[1])。在竞争性市场环境和董事会公平缔约(At Arm's Length Contracting)的假设下,最优激励契约的两个主要的目标分别是融合经理与股东利益(Jensen 和 Murphy, 1990^[2]),以及尽量提供具有信息含量的绩效观测指标(Hölmstrom, 1979^[3])。然而,纵观诸多实证研究中公司绩效对高管薪酬较弱的解释力度(Tosi 等, 2000^[4])以及“运气薪酬”(Bertrand 等, 2001^[5])等,实证发现与理论预测的背离使人

作者简介:余国杰(1964 -),湖北武汉人,武汉大学经济与管理学院,教授,研究方向:财务会计、财务金融。

宫元(1992 -),山东聊城人,武汉大学经济与管理学院,硕士研究生,研究方向:财务会计。

们逐渐认识到,简洁的最优契约模型不足以充分地揭示现实世界中高管薪酬的多重决定因素。因此,后来的学者们对高管薪酬的多重决定因素展开了多方位的探寻与研究。在现有文献中,高管薪酬的影响因素主要有三个方面。第一,高管个人因素。Engelberg 等(2013)^[6]的研究表明高管个人的人际关系是否广泛是影响其薪酬的因素,若 CEO 与其他企业的高管拥有私人关系,他将获得较高的薪酬;沈永建等(2011)^[7]认为,高管的个人努力是决定薪酬的重要因素,因此企业在制定管理层薪酬考核指标时需要选择能够正确反映管理层努力程度的价值创造指标。第二,企业内部因素。唐松等(2014)^[8]的研究发现,政治关联公司的高管会获得显著较高的薪酬;潘红波等(2014)^[9]研究了企业集团内关联交易对高管薪酬业绩敏感度的影响,结果发现集团内关联交易会降低高管薪酬业绩敏感程度;李晓创等(2013)^[10]的研究表明企业的资本密集度对高管薪酬具有显著的正向影响。第三,外部因素。徐宏忠等(2012)^[11]的研究结果显示,高管薪酬具有行业差异,在产品竞争激烈、资产专用性高、盈利性好、财务风险高的行业中,高管获得的薪酬高;杨德明等(2012)^[12]的研究发现,媒体对高管薪酬具有监督作用,媒体监督职能的发挥促进了高管薪酬趋于合理。

值得关注的是,高管处于经理人市场的大环境中,其特征与行为受到经理人市场的影响,因此经理人市场是影响高管薪酬的外部因素之一,已有一些学者从经理人市场的角度研究高管薪酬。例如,Albuquerque 等(2013)^[13]的研究表明,出于对高管在经理人市场上的流动性考虑,企业会给高管支付一部分额外薪酬作为对他们未经发现的才能的报酬,以更好地留住有才能的高管。Faulkender 等(2010)^[14]研究发现,在经理人市场中,企业倾向于以 CEO 薪酬较高的同类企业为标杆支付 CEO 薪酬,且当 CEO 任期较长、CEO 是董事会主席时该倾向更为明显。国内也有少量学者从经理人市场的角度探究高管薪酬问题。例如,黎文靖等(2014)^[15]以高管外部薪酬差距为切入点,结合总经理的继任来源,考察了经理人市场对高管薪酬的影响所产生的激励效应,研究发现,外部薪酬差距的激励效应仅存在于非国有企业中,且当企业上一年的高管薪酬低于同行业平均高管薪酬时,企业会提高高管薪酬的增幅以使其高管薪酬达到同行业平均水平;刘文革等(2008)^[16]的研究认为,由于经理人市场的存在,经理人的报酬不仅具有激励经理人努力工作的作用,还应该能够促进实现经理人市场的均衡,即能够实现能力较高的管理者获得较高的报酬,否则,企业就不能吸引有能力的管理者留在本企业工作。

通过对上述文献的梳理可见,国内少有文献从经理人市场角度探究高管薪酬问题,未见从高管跳槽角度研究经理人市场对高管薪酬影响的文献。本文基于 2007 年至 2014 年 A 股上市公司数据,从高管通过经理人市场跳槽这一现象的视角,对经理

人市场如何影响高管薪酬进行了研究。

本文可能的理论贡献在于:第一,大批文献孤立地关注一个公司和一个经理人之间的契约问题(Edmans 和 Gabaix,2009^[17])而忽略了经理人市场的存在及其特点。本文通过揭示经理人市场中的高管跳槽行为对公司薪酬政策制定的重要性,弥补上述研究的不足。第二,很多关于薪酬契约设计的文献关注如何激励管理层使其做出最优努力(Shivaram 等,2006^[18]),而忽略了对参与约束(如管理者的保留工资)的研究。本文通过对管理者存在外部聘用机会时的参与约束(高管保留薪酬)的研究,弥补上述研究的不足。第三,近年有些文献研究高管的人际关系对其薪酬的影响,研究结果通常表明拥有较强人际关系的高管获得较高的薪酬(Engelberg 等,2013^[6];Hwang 和 Kim,2009^[19]),学者们通常将这些研究结果解读为人际关系巩固了管理者,削弱了监督,导致了在薪酬制定过程中的寻租行为(Fracassi 和 Tate,2012^[20];Brick 等,2006^[21])。而本文的研究提供了一个新的观点,即人际关系较强的管理者在经理人市场上具有较强的流动性,因此公司不得不向他们支付更高的薪酬留住他们。第四,本文的研究丰富了有关标杆管理的文献。已有的标杆管理的相关文献都是从事前角度说明公司如何设计高管薪酬方案防止高管流失(Albuquerque 等,2013^[13];Faulkender 和 Yang,2010^[14]),而本文的研究从事后角度阐明了公司在发生高管流失之后如何调整其薪酬政策防止进一步的高管流失。本文可能的实践意义在于:提醒企业相关决策制定者在制定高管薪酬时考虑经理人市场的存在及其特点,以更好地防止高管流失,使企业保持良好的稳定性。

2 理论分析与研究假设

2.1 高管跳槽对现任高管薪酬的影响

同一个公司的高管所拥有的外部聘用机会是相近的,我们从以下四个方面说明原因。第一,根据 Montgomery(1991)^[22]的研究,同一公司的高管拥有共享的社交网络,而这些个人间的社会关系(如朋友、前任同事、员工推荐等)使得高管聘用流程更为顺利易行。第二,Giannetti(2011)^[23]的研究认为,由于同一公司的高管受制于相同的薪酬政策,所以如果有高管发现新的工作机会是有吸引力的并且跳槽离开,那么其他高管也会发现潜在的外部聘用机会是诱人的。第三,根据 Murphy 等(2004)^[24]的研究,同一公司的高管往往拥有相似的系统知识,而经理人市场对这些相似的系统知识的需求是相似的。例如,若一个高管意识到他所拥有的系统知识在经理人市场中被竞争公司给予很高的估值并且他接受了新的聘用,那么经理人市场对同一公司的其他高管很可能也有相同的需求。第四,跳槽高管可能引诱其之前的同事跟随他加入新的公司。

由于现任高管与跳槽高管同属一个公司,所以现任高管与跳槽高管拥有相近的外部聘用机会。当发生高管跳槽后,公司恐怕现任高管也像跳槽高管一样选择寻觅外部聘用机会并接受新的聘用,造成公司高管进一步流失。而根据徐细雄和谭瑾(2014)^[25]、蔡立新(2014)^[26]、任国珍(2013)^[27]的研究,薪酬因素是高管是否跳槽的重要影响因素,改善高管薪酬能够有效地减少高管跳槽。因此,在发生高管跳槽后,公司会提高现任高管的薪酬以留住他们,防止高管进一步流失。

同时,根据 Balsam 和 Miharjo(2007)^[28]和 Core 和 Guay(1999)^[29]的研究,由于限制性股票和股票期权存在等待期,因此基于股权的薪酬能够比工资和奖金等现金薪酬更有效地限制高管的流动,从而能够更有效地留住现任高管。所以,在发生高管跳槽后,为更有效地留住现任高管,公司在为现任高管加薪时会更大幅度地提高他们的股权薪酬,加大他们股权薪酬的比重。基于以上分析,本文提出假设 1A 和假设 1B:

H1A: 发生高管跳槽后,现任高管的薪酬得到提高。

H1B: 现任高管股权薪酬的提升幅度高于现金薪酬的提升幅度,股权薪酬占总薪酬的比重提高。

2.2 现任高管在经理人市场中的流动性对薪酬的影响

高管在经理人市场中的流动性能对高管薪酬产生显著影响,有文献对这一点进行了阐释和验证。例如,Deng 和 Gao(2013)^[30]认为,由于处于同业公司数量较多的行业中的高管拥有较强的流动性,因此他们拥有相对较高的薪酬;Giroud 和 Mueller(2010)^[31]的研究表明,由于处于同质化程度较高的行业中的高管拥有较强的流动性,因此他们拥有相对较高的薪酬;Gibbons 和 Murphy(1992)^[32]研究发现,临近退休的高管的流动性较弱,因而他们的薪酬相对较低。因此,我们认为,由于在经理人市场中流动性较高的现任高管更有可能离开现在的公司,公司会在事后对高管的加薪中更大幅度地提升他们的薪酬以更有效地留住他们。

基于以上分析,本文提出假设 2:

H2: 现任高管的薪酬提升幅度与其在经理人市场上的流动性呈显著正相关。

2.3 跳槽高管的特征对现任高管薪酬的影响

不同特征的跳槽高管对事后现任高管的薪酬提升幅度具有不同的影响,这里的高管特征包括跳槽高管对企业的重要程度、跳槽高管新工作的吸引力。

第一,跳槽高管的重要性影响现任高管的薪酬提升。若跳槽高管是对公司较为重要的高管,那么他的跳槽对公司会产生更为强烈的影响和冲击,进而更能够引起公司对于高管流失的警觉和恐慌,因此公司会较大幅度地提升现任高管的薪酬避免发生进一步的高管流失。

第二,现任高管的薪酬提升幅度也取决于跳槽高管新工作的吸引力。若跳槽高管的新工作足够好以至于对现任高管产生了较强的吸引力,那么现任高管会意识到外部存在良好的聘用机会,进而更有可能寻觅外部聘用机会并离开现在的公司,因此公司需要加大薪酬提升幅度以留住他们。

基于以上分析,本文提出假设 3A 和假设 3B:

H3A: 现任高管的薪酬提升幅度与跳槽高管对公司的重要程度呈显著正相关。

H3B: 现任高管的薪酬提升幅度与跳槽高管新工作的吸引力呈显著正相关。

3 研究设计

3.1 数据来源与样本选择

我们定义“跳槽”的原则是:某高管离开他所在的公司并于下一年在其他公司担任高管。本文的主要数据来源是国泰安数据库和万德数据库,以 2007 年至 2014 年 A 股上市公司数据为基本数据,并按照以下原则进行数据筛选。

第一,剔除跳槽高管是原公司 CEO 的数据。CEO 离职后,很多高管竞争 CEO 这一职位,而在竞争中落败的高管们晋升机会变得渺茫,作为弥补,公司提高他们的薪酬。这类情况所导致的薪酬变化不属于本文的研究范畴。

第二,剔除跳槽高管的原有职位在其跳槽后的下一年仍然空缺的数据。在这种情况下,现任高管会因存在职位空缺而分担更多的工作量,从而获得额外收入。这类情况所导致的薪酬变化不属于本文的研究范畴。

第三,剔除非自愿离职的数据。借鉴潘越等(2011)^[33]的研究,本文将国泰安数据库披露的高管离职原因中的解聘、个人原因、工作调动作为非自愿离职原因,对相关数据予以剔除。

第四,作为样本的现任高管必须在事前事后拥有相同的工作职位,若不符合该条件则将相关数据予以剔除,这样做能够避免现任高管的薪酬提高是由于其职位提升。

根据上述筛选原则,本文最终选定 1644 条数据。为避免极端值对实证结果的影响,本文对模型中的连续变量数值做了上下 1% 的截尾处理。

3.2 模型建立与变量说明

为检验假设 1A,我们建立以下模型:

$$\begin{aligned} \ln(\text{Totalpay})_{it+1} = & \alpha + \beta_1 (\text{Post-hopping})_{it} + \beta_2 (\text{Stockreturn})_{it} + \beta_3 \text{Volatility}_{it} + \beta_4 \\ & \text{ROA}_{it} + \beta_5 \ln(\text{Sales})_{it} + \beta_6 (\text{Cashratio})_{it} + \beta_7 \text{Capex}_{it} + \beta_8 (\text{R\&D})_{it} \\ & + \beta_9 \ln(\text{Firmage})_{it} + \beta_{10} \text{CEO}_{it} + \beta_{11} \text{Ownership}_{it} + \text{Yearfixedef-} \\ & \text{fects} + \text{Industryfixedeffects} + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

在模型(1)中,因变量是现任高管薪酬的自然对数 $\ln(\text{Total pay})$,高管薪酬包括

工资、奖金、限制性股票、股票期权。自变量是虚拟变量 *Post - hopping*, 当薪酬的年份是发生高管跳槽之后的年份, 该变量赋值 1, 当薪酬的年份是发生高管跳槽之前的年份, 该变量赋值 0。

为检验假设 1B, 我们将现任高管薪酬分为现金薪酬(工资、奖金)和股权薪酬(限制性股票、股票期权)。分别以现金薪酬的自然对数、股权薪酬的自然对数、股权薪酬与总薪酬的比值为因变量, 沿用模型(1)中的自变量和控制变量, 进行回归。

为检验假设 2, 我们用 8 个代理变量代表现任高管在经理人市场中的流动性, 在模型(1)中分别增加了这些代理变量及 *Post - hopping* 与它们的交互作用项。代理变量说明如下。

第一, 现任高管是否是 CEO。CEO 比非 CEO 高管相对更难以通过跳槽获得比现在的工作更好的工作, 所以 CEO 比非 CEO 高管的流动性低。因此, 引入交乘项 *Post - hopping* × *CEO*, 若现任高管是 CEO, 则 *CEO* 赋值 1, 否则赋值 0。

第二, 持股比例。较高的股权比重能够减弱管理层的离职意愿 (Balsam 和 Miharjo2007^[10]), 所以持股比例较高的高管流动性较低。因此, 引入交乘项 *Post-hopping* × *Ownership*。

第三, 现任高管是否被支付了过多的薪酬。过度支付的薪酬能够防止高管流失 (Balsam 和 Miharjo, 2007^[28]), 所以被支付了过多薪酬的现任高管流动性低于未被支付过多薪酬的现任高管。因此, 引入变量 *Overpaid* 及交乘项 *Post-hopping* × *Overpaid*, 当高管被支付了过多的薪酬时, *Overpaid* 赋值 1, 否则赋值 0。为了判定高管是否被支付了过多的薪酬, 我们通过模型(2)估计出预计薪酬, 实际薪酬超过预计薪酬的部分定义为超额薪酬。为了减小因模型设计偏误导致的误差, 我们仅将超额薪酬排在前 25% 的现任高管定义为被支付了过多薪酬的高管。

$$\begin{aligned} \ln(\text{Totalpay}) = & \alpha + \beta_1 \ln(\text{Sales}) + \beta_2 \text{ROA} + \beta_3 \text{Stockreturn} + \beta_4 \text{Volatility} + \beta_5 \text{CEO} + \beta_6 \\ & \text{CFO} + \beta_7 \text{COO} + \text{Yearfixedeffects} + \text{Industryfixedeffects} + \varepsilon \end{aligned} \quad (2)$$

第四, 是否属于公司数量较多的行业。当行业中有较多的公司时, 高管拥有较多的外部聘用机会 (Deng 和 Gao, 2013^[30]), 所以若现任高管属于公司较多的行业, 其流动性较大。因此, 引入变量 *Many industrial rivals* 及交乘项 *Post - hopping* × *Many industrial rivals*, 若现任高管属于公司较多的行业, *Many industrial rivals* 赋值 1, 否则赋值 0。我们按照行业中公司数量的多少将行业排序, 前 50% 定义为公司数量较多的行业。

第五, 是否属于从外部招聘高管较多的行业。Cremers 和 Grinstein (2013)^[34] 的研究表明, 在倾向于招聘较多来自公司外部的高管的行业中, 高管具有较高的流动性。因此, 引入变量 *Many outside hiring* 及交乘项 *Post - hopping* × *Many outside hiring*, 若现

任高管属于外部招聘高管机会较多的行业, *Many outside hiring* 赋值 1, 否则赋值 0。我们将外部 CEO 定义为在加入某公司不足一年即担任 CEO 的人, 计算过去三年里聘用
的外部 CEO 占该行业 CEO 总数的比重, 将所有行业按这一比重的大小排序, 前 50%
定义为外部招聘高管较多的行业。

第六, 是否属于同质性较高的行业。在同质性较高的行业中, 高管能够更容易地在
各个公司之间更换工作, 所以具有较高的流动性 (Giroud 和 Mueller, 2010^[31])。因此, 引
入变量 *High industry homogeneity* 及交乘项 *Post-hopping × High industry homogeneity*, 若现
任高管属于同质性较高的行业, *High industry homogeneity* 赋值 1, 否则赋值 0。我们用赫
芬达尔指数 (Herfindahl Index) 度量行业同质性, 赫芬达尔指数越低行业同质性越高。将
所有行业按赫芬达尔指数由低到高排序, 前 50% 定义为同质性较高的行业。

第七, 现任高管是否临近退休。Balsam 和 Miharjo (2007)^[28]、Gibbons 和 Murphy
(1992)^[32] 的研究发现, 管理层对职业生涯的考虑会影响其流动性, 临近退休或长期在
一个公司工作的管理者更不可能跳槽。因此, 引入变量 *Retirement* 及交乘项 *Post-
hopping × Retirement*, 若现任高管临近退休, *Retirement* 赋值 1, 否则赋值 0。将年龄在
60 岁以上的高管定义为临近退休的高管。

第八, 现任高管是否已在现在所在的公司工作了较长时间。引入变量 *Long tenure*
及交乘项 *Post-hopping × Long tenure*, 若现任高管已在现在所在的公司工作了较长时
间, *Long tenure* 赋值 1, 否则赋值 0。将样本中所有高管按照任期由长到短的顺序排
序, 前 50% 的高管视为已在现在所在的公司工作了较长时间。

为检验假设 3A 和假设 3B, 我们用 2 个代理变量代表跳槽高管对公司的重要程
度, 用 2 个代理变量代表跳槽高管新工作的吸引力。在模型 (1) 中分别增加了这些代
理变量及 *Post-hopping* 与它们的交互作用项。

首先对代表跳槽高管对公司重要性的代理变量做出说明。第一, 跳槽高管是否级
别较高。引入变量 *High rank in former firm* 及交乘项 *Post-hopping × High rank in former
firm*, 若跳槽高管在原公司级别较高, *High rank in former firm* 赋值 1, 否则赋值 0。将所
在级别的薪酬位于原公司高管薪酬中值之上的跳槽高管定义为级别较高的高管。第
二, 跳槽高管在原公司的工作年限是否较长。引入变量 *Long tenure in former firm* 及交
乘项 *Post-hopping × Long tenure in former firm*, 若跳槽高管在原公司的工作年限较长,
Long tenure in former firm 赋值 1, 否则赋值 0。如果跳槽高管在原公司的工作年限大
于原公司所有高管在原公司工作年限的中值, 则将该跳槽高管定义为在原公司工作年
限较长的高管。

表 1 变量释义

变量符号	变量含义	变量定义
Ln(Totalpay)	现任高管薪酬的自然对数	现任高管薪酬的自然对数
Post-hopping	薪酬的年份是否为发生高管跳槽后的年份	薪酬年份是高管跳槽后,赋值 1;否则,赋值 0
Stock return	股票收益	年度股票收益率
Volatility	股价波动幅度	事前 60 个月股票月收益率的方差
ROA	资产收益率	净利润/总资产
Ln(Sales)	营业收入的自然对数	营业收入的自然对数
Cash ratio	现金比率	(货币资金 + 交易性金融资产)/总资产
Capex	资本支出	资本支出/总资产
R&D	研发支出	研发支出/总资产
Ln(Firm age)	公司年龄的自然对数	公司年龄的自然对数
CEO	现任高管是否是 CEO	现任高管是 CEO,赋值 1;否则,赋值 0
Ownership	现任高管持股占比	某高管持股数/总股数
Ln (Cash pay)	现任高管现金薪酬(工资、奖金)的自然对数	现任高管现金薪酬(工资、奖金)的自然对数
Ln (equity pay)	现任高管股权薪酬(限制性股票、股票期权)的自然对数	现任高管股权薪酬(限制性股票、股票期权)的自然对数
Equitypay/ Total pay	现任高管股权薪酬与总薪酬的比值	现任高管股权薪酬与总薪酬的比值
Overpaid	现任高管是否被支付了过多的薪酬	根据文中的方法判断,现任高管被支付了过多的薪酬,赋值 1;否则,赋值 0
Manyindustrial rivals	现任高管是否属于公司数量较多的行业	根据文中的方法判断,现任高管属于公司数量较多的行业,赋值 1;否则,赋值 0
Many outside hiring	现任高管是否属于招聘外部高管较多的行业	根据文中的方法判断,现任高管属于招聘外部高管较多的行业,赋值 1;否则,赋值 0
High industry homogeneity	是否属于同质性较高的行业	根据文中的方法判断,现任高管属于同质性较高的行业,赋值 1;否则,赋值 0
Retirement	现任高管是否临近退休	根据文中的方法判断,现任高管临近退休,赋值 1;否则,赋值 0
Long tenure	相对于样本中所有高管,现任高管是否已在现在所在的公司工作了较长时间	根据文中的方法判断,相对于样本中所有高管,现任高管已在现在所在的公司工作了较长时间,赋值 1;否则,赋值 0
High rank in former firm	跳槽高管是否级别较高	根据文中的方法判断,跳槽高管级别较高,赋值 1;否则,赋值 0
Long tenure in former firm	相对于原公司高管,跳槽高管是否在原公司工作了较长时间	根据文中的方法判断,相对于原公司高管,跳槽高管在原公司工作了较长时间,赋值 1;否则,赋值 0
CEO in new firm	跳槽高管的新工作是否是 CEO	跳槽高管的新工作是 CEO,赋值 1;否则,赋值 0
Higher pay in new firm	跳槽高管新工作的薪酬是否高于原工作的薪酬	跳槽高管在新公司第一年的薪酬高于在原公司最后一年的薪酬,赋值 1;否则,赋值 0

接下来对代表跳槽高管新工作吸引力的代理变量做出说明。第一,跳槽高管新工作的职位是否是 CEO。引入变量 CEO in new firm 及交乘项 Post-hopping × CEO in new firm,若跳槽高管新工作的职位是 CEO,则 CEO in new firm 赋值 1,否则赋值 0。第二,跳槽高管新工作的薪酬是否高于原工作的薪酬。引入变量 Higher pay in new firm 及交乘项 Post-hopping × Higher pay in new firm,当跳槽高管在新公司第一年的薪酬高于在原公司最后一年的薪酬时,Higher pay in new firm 赋值 1,否则赋值 0。

具体的变量设置和变量释义如表 1 所示。

4 实证结果与分析

4.1 高管跳槽与薪酬提升

高管跳槽对现任高管薪酬数量的影响即模型(1)的回归结果如表 2 所示。解释变量 Post - hopping 在 5% 的置信水平上显著为正,系数为 0.206,说明在发生高管跳槽后,现任高管的薪酬得到了显著提高,提高的平均幅度为 22.88% ($= e^{0.206} - 1$)。支持了假设 1A。

表 2 高管跳槽与薪酬提升

被解释变量:Ln(Total pay)		
变量	系数	P 值
Post-hopping	0.206 **	(0.027)
Stock return	0.211 **	(0.039)
Volatility	-0.179 *	(0.080)
ROA	0.393 ***	(0.000)
Ln(Sales)	0.401 ***	(0.000)
Cash ratio	0.194 *	(0.092)
Capex	0.063	(0.369)
R&D	0.375 **	(0.037)
Ln(Firm age)	0.066	(0.413)
CEO	0.792 ***	(0.000)
Ownership	-0.715 **	(0.004)
Constant	4.431 **	(0.008)
Year fixed effects	控制	
Industry fixed effects	控制	
Adjusted R-squared	0.449	
观测值	1644	

注:表中***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著。

高管跳槽对现任高管薪酬结构的影响的回归结果如表 3 所示。当以现金薪酬为

被解释变量时,解释变量 Post-hopping 在 5% 的置信水平下显著为正,系数为 0.091,说明在发生高管跳槽后,现任高管的现金薪酬得到了显著提高,提高的平均幅度为 9.53% ($=e^{0.091}-1$);当以股权薪酬为被解释变量时,解释变量 Post-hopping 在 1% 的置信水平上显著为正,系数为 0.649,说明在发生高管跳槽后,现任高管的股权薪酬得到了显著提高,提高的平均幅度为 91.36% ($=e^{0.649}-1$)。由此可见,股权薪酬的提升幅度大于现金薪酬的提升幅度。当以股权薪酬与总薪酬的比值为被解释变量时,解释变量 Post-hopping 在 1% 的置信水平下为正,说明发生高管跳槽后,现任高管的薪酬结构发生了变化,股权薪酬所占比重提升。支持了假设 1B。

表 3 高管跳槽与薪酬结构

变量	被解释变量: Ln(Cash pay)		被解释变量: Ln(Equity pay)		被解释变量: Equity pay/total pay	
	系数	P 值	系数	P 值	系数	P 值
Post-hopping	0.091 **	(0.013)	0.649 ***	(0.000)	0.048 ***	(0.000)
Stock return	0.165 ***	(0.000)	0.104 *	(0.063)	0.022	(0.319)
Volatility	-0.129 *	(0.052)	-0.135	(0.235)	0.074	(0.625)
ROA	0.327 *	(0.067)	0.247	(0.257)	0.215 **	(0.026)
Ln(Sales)	0.515 **	(0.014)	0.397 **	(0.044)	0.104 ***	(0.000)
Cash ratio	0.021	(0.475)	0.319	(0.155)	0.125	(0.152)
Capex	-0.296	(0.273)	0.782	(0.406)	0.339 *	(0.095)
R&D	0.280 *	(0.091)	1.143	(0.205)	0.658 **	(0.038)
Ln(Firm age)	0.137	(0.386)	-0.214	(0.336)	-0.017 **	(0.028)
CEO	0.767 ***	(0.000)	1.115 ***	(0.000)	0.294 ***	(0.000)
Ownership	-0.683 *	(0.096)	-1.214 **	(0.042)	-0.670 **	(0.034)
Constant	3.977 **	(0.044)	2.458 ***	(0.000)	1.058 **	(0.049)
Year fixed effects	控制		控制		控制	
Industry fixed effects	控制		控制		控制	
Adjusted R-squared	0.417		0.328		0.215	
观测值	1644		1644		1644	

注:表中***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著。

4.2 现任高管流动性的影响

现任高管在经理人市场中的流动性对其薪酬提升的影响的回归结果见表 4。

表 4 现任高管流动性的影响

被解释变量:Ln(Total pay)								
Post-hopping	0.283 *** (0.000)	0.271 *** (0.000)	0.294 *** (0.000)	0.186 *** (0.003)	0.172 *** (0.000)	0.197 *** (0.002)	0.219 *** (0.000)	0.302 *** (0.006)
Post-hopping × CEO	-0.291 *** (0.000)							
Post-hopping × Ownership		-2.131 ** (0.022)						
Post-hopping × Overpaid			-0.436 *** (0.004)					
Post-hopping × Many industrial rivals				0.125 ** (0.035)				
Post-hopping × Many Outside hiring					0.133 ** (0.034)			
Post-hopping × High industry homogeneity						0.116 ** (0.029)		
Post-hopping × Retirement							-0.325 ** (0.026)	
Post-hopping × Long tenure								-0.397 ** (0.032)
Overpaid			0.743 ** (0.041)					
Many industrial rivals				-0.314 * (0.061)				
Many outside hiring					-0.114 * (0.087)			
High industry homogeneity						0.103 (0.388)		
Retirement							0.102 (0.395)	
Long tenure								0.324 * (0.098)
Stock return	0.212 ** (0.017)	0.207 ** (0.026)	0.214 ** (0.018)	0.196 ** (0.043)	0.185 ** (0.028)	0.179 ** (0.034)	0.203 ** (0.016)	0.208 ** (0.043)
Volatility	-0.163 ** (0.044)	-0.173 ** (0.038)	-0.225 * (0.053)	-0.219 ** (0.037)	-0.197 ** (0.046)	-0.205 * (0.060)	-0.192 ** (0.039)	-0.176 * (0.071)

续表

被解释变量:Ln(Total pay)								
ROA	0. 475 *** (0. 000)	0. 509 ** (0. 016)	0. 532 *** (0. 004)	0. 544 * (0. 068)	0. 606 *** (0. 005)	0. 625 ** (0. 029)	0. 593 *** (0. 000)	0. 521 ** (0. 039)
Ln(Sales)	0. 294 ** (0. 012)	0. 283 *** (0. 007)	0. 288 ** (0. 016)	0. 310 ** (0. 026)	0. 324 *** (0. 007)	0. 352 *** (0. 004)	0. 347 *** (0. 003)	0. 280 ** (0. 038)
Cash ratio	0. 206 * (0. 095)	0. 209 * (0. 097)	0. 122 (0. 121)	0. 267 (0. 249)	0. 386 (0. 479)	0. 351 * (0. 078)	0. 438 (0. 297)	0. 219 (0. 394)
Capex	0. 115 (0. 290)	0. 118 (0. 284)	0. 315 (0. 376)	0. 273 (0. 336)	0. 259 (0. 318)	0. 286 (0. 439)	0. 329 (0. 415)	0. 334 (0. 367)
R&D	0. 434 * (0. 073)	0. 429 * (0. 066)	0. 416 * (0. 079)	0. 578 ** (0. 025)	0. 715 ** (0. 014)	0. 853 ** (0. 037)	0. 611 ** (0. 045)	0. 454 ** (0. 026)
Ln(Firm age)	0. 064 (0. 497)	0. 071 (0. 483)	0. 193 (0. 384)	0. 213 * (0. 087)	0. 226 (0. 145)	0. 190 (0. 219)	0. 203 * (0. 096)	0. 094 (0. 375)
CEO	0. 698 *** (0. 000)	0. 732 *** (0. 000)	0. 825 *** (0. 000)	0. 902 *** (0. 003)	0. 913 *** (0. 001)	1. 025 ** (0. 018)	0. 979 *** (0. 000)	1. 112 *** (0. 000)
Ownership	-0. 653 ** (0. 047)	-0. 651 * (0. 052)	-0. 667 ** (0. 049)	-0. 737 ** (0. 033)	-0. 656 ** (0. 045)	-0. 784 ** (0. 036)	-0. 695 ** (0. 044)	-0. 710 ** (0. 034)
Constant	4. 183 ** (0. 025)	4. 097 ** (0. 020)	4. 143 ** (0. 018)	3. 802 *** (0. 000)	4. 216 ** (0. 017)	4. 397 ** (0. 021)	3. 921 *** (0. 006)	3. 716 ** (0. 027)
Year fixed effects	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Industry fixed effects	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adjusted R-squared	0. 473	0. 477	0. 485	0. 337	0. 493	0. 425	0. 396	0. 338
观测值	1644	1644	1644	1644	1644	1644	1644	1644
F 检验:Post-hopping 与其交乘项之和(P 值)	0. 875	0. 004 ***	0. 143	0. 000 ***	0. 000 ***	0. 000 ***	0. 247	0. 358

注:表中***、**、* 分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著。

第一列加入了 Post-hopping × CEO, 发现 Post-hopping 系数显著为正, 系数为 0. 283 ,Post-hopping × CEO 系数显著为负,F 检验的 P 值不显著,说明非 CEO 现任高管的薪酬得到约 32. 71% (= e^{0. 283} - 1) 的提升,而现任 CEO 的薪酬未得到显著提升。第二列加入了 Post-hopping × Ownership, 它的系数显著为负,说明持股比例较高的现任高管的薪酬提升较少。第三列加入了变量 Overpaid 和 Post-hopping × Overpaid, 发现 Post-hopping 系数显著为正,系数为 0. 294 ,Post-hopping × Overpaid 系数显著为负,F 检验的 P 值不显著,说明被支付了过多薪酬的现任高管未得到显著加薪,其他现任高管的薪酬得到了约 34. 18% (= e^{0. 294} - 1) 的提升。第四列加入了 Many industrial rivals 和

Post-hopping $\times$ Many industrial rivals,发现 Post-hopping $\times$ Many industrial rivals 系数显著为正,说明公司数量较多的行业的现任高管的薪酬提升较多。第五列加入了 Many outside hiring 和 Post-hopping $\times$ Many outside hiring,发现 Post-hopping $\times$ Many outside hiring 系数显著为正,说明招聘较多外部高管的行业的现任高管的薪酬提升较多。第六列加入了 High industry homogeneity 和 Post-hopping $\times$ High industry homogeneity,发现 Post-hopping $\times$ High industry homogeneity 系数显著为正,说明行业同质性较高的现任高管的薪酬提升较多。第七列加入了 Retirement 和 Post-hopping $\times$ Retirement,发现 Post-hopping 系数显著为正,系数为 0.219,Post-hopping $\times$ Retirement 系数显著为负,F 检验的 P 值不显著,说明临近退休的现任高管薪酬未得到显著提升,而其他现任高管的薪酬提升了约 24.48% ($= e^{0.219} - 1$)。第八列加入了 Long tenure 和 Post-hopping $\times$ Long tenure,发现 Post-hopping 系数显著为正,系数为 0.302,Post-hopping $\times$ Long tenure 系数显著为负,F 检验的 P 值不显著,说明已在现在所在的公司工作了较长时间的现任高管的薪酬未得到显著提升,其他现任高管的薪酬提升了约 35.26% ($= e^{0.302} - 1$)。

上述结果说明,发生高管跳槽后,现任高管的薪酬提升幅度与其在经理人市场上的流动性呈显著正相关,高管跳槽对现任 CEO、已被支付过多薪酬的现任高管、临近退休的现任高管和工作年限较长的现任高管的薪酬没有显著影响。支持了假设 2。

4.3 跳槽高管特征的影响

跳槽高管的特征对现任高管薪酬提升的影响的回归结果见表 5。

表 5 跳槽高管特征的影响

被解释变量:Ln(Total pay)				
Post-hopping	0.147 ** (0.015)	0.152 *** (0.001)	0.134 ** (0.038)	0.165 *** (0.000)
Post-hopping $\times$ High rank in former firm	0.103 *** (0.000)			
Post-hopping $\times$ Long tenure in former firm		0.115 ** (0.047)		
Post-hopping $\times$ CEO in new firm			0.174 ** (0.032)	
Post-hopping $\times$ Higher pay in new firm				0.124 * (0.072)
High rank in former firm	-0.125 (0.217)			
Long tenure in former firm		-0.254 (0.341)		
CEO in new firm			0.107 (0.285)	
Higher pay in new firm				0.104 * (0.083)

续表

被解释变量:Ln(Total pay)				
Stock return	0.131 ** (0.021)	0.125 ** (0.043)	0.143 ** (0.015)	0.139 *** (0.009)
Volatility	-0.126 * (0.068)	-0.170 * (0.076)	-0.158 ** (0.048)	-0.122 ** (0.037)
ROA	0.526 *** (0.003)	0.624 *** (0.000)	0.675 ** (0.032)	0.659 ** (0.043)
Ln(Sales)	0.469 *** (0.000)	0.501 *** (0.006)	0.533 *** (0.004)	0.529 *** (0.000)
Cash ratio	0.185 * (0.081)	0.177 (0.150)	0.188 * (0.091)	0.164 (0.107)
Capex	0.058 (0.367)	0.106 (0.421)	0.076 (0.478)	0.114 (0.425)
R&D	0.412 ** (0.033)	0.389 * (0.054)	0.423 ** (0.028)	0.493 ** (0.017)
Ln(Firm age)	0.071 (0.483)	0.121 (0.395)	0.083 (0.354)	0.109 (0.416)
CEO	0.802 *** (0.000)	0.906 *** (0.001)	0.947 *** (0.000)	0.955 *** (0.000)
Ownership	-0.694 ** (0.018)	-0.713 ** (0.026)	-0.805 ** (0.045)	-0.796 ** (0.035)
Constant	4.632 ** (0.042)	4.390 ** (0.037)	4.513 ** (0.036)	3.892 ** (0.028)
Year fixed effects	控制	控制	控制	控制
Industry fixed effects	控制	控制	控制	控制
Adjusted R - squared	0.429	0.448	0.379	0.433
观测值	1644	1644	1644	1644
F 检验:Post-hopping 与其交乘项之和(P 值)	0.000 ***	0.000 ***	0.000 ***	0.000 ***

注:表中***、**、* 分别表示在1%、5%、10%的水平上显著。

第一列加入了 High rank in former firm 和 Post-hopping × High rank in former firm ,交乘项系数显著为正,说明当跳槽高管是原公司级别较高的高管时,现任高管薪酬提升幅度更大。第二列加入了 Long tenure in former firm 和 Post-hopping × Long tenure in former firm,交乘项系数显著为正,说明当跳槽高管是原公司任职时间较长的高管时,现任高管薪酬提升幅度更大。上述结果说明,现任高管的薪酬提升幅度与跳槽高管对公司的重要程度呈显著正相关。支持了假设 3A。第三列加入了 CEO in new firm 和 Post-hopping × CEO in new firm,交乘项系数显著为正,说明当跳槽高管在新公司担任 CEO 时,现任高管薪酬提升幅度更大。第四列加入了 Higher pay in new firm 和 Post-hopping × Higher pay in new firm,交乘项系数显著为正,说明当跳槽高管在新公司获得

的薪酬高于在原公司获得的薪酬时,现任高管薪酬提升幅度更大。上述结果说明,现任高管的薪酬提升幅度与跳槽高管新工作的吸引力呈显著正相关。支持了假设 3B。

5 进一步研究

5.1 跳槽公司与非跳槽公司的相对薪酬水平

根据徐细雄和谭瑾(2014)^[25]的研究,我国上市公司高管薪酬具有明显的参照点效应,而薪酬契约参照点效应引发的主观心理感知对高管的主动离职行为具有重要影响,即当高管薪酬水平低于同行业、本地区高管薪酬均值时,高管将产生自我利益被侵蚀的消极心理感知,进而导致高管主动离职行为的增加。因此,我们猜想发生跳槽的公司在事前的高管薪酬水平低于未发生高管跳槽的可比公司。为检验这一猜想,我们运用倾向得分匹配(PSM)模型,将发生高管跳槽的公司的现任高管与未发生高管跳槽的公司的现任高管配对。在 Probit 模型中,若高管是发生跳槽的公司的现任高管,被解释变量赋值 1,若高管是未发生跳槽的公司的现任高管,赋值 0;解释变量是模型(1)中关于公司特征和高管特征的各项变量。配对完成之后,我们通过 T 检验,将跳槽公司现任高管的事前事后薪酬分别与配对高管的事前事后薪酬进行比较,结果见表 6。

表 6 跳槽公司现任高管与非跳槽公司高管的薪酬比较

变量	发生跳槽前 T 检验		发生跳槽后 T 检验	
	差异	P 值	差异	P 值
Ln(Total pay)	0.282	(0.000) ***	0.031	(0.295)
Ln(Cash pay)	0.267	(0.000) ***	0.061	(0.092) *
Ln(Equity pay)	0.306	(0.000) ***	0.009	(0.793)
Equity pay/total pay	0.021	(0.021) **	0.010	(0.184)

注:表中***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著。

由表 6 可知,在发生高管跳槽前,跳槽公司现任高管的薪酬显著低于非跳槽公司配对高管的薪酬,具有薪酬劣势,在发生高管跳槽之后,跳槽公司提高了薪酬水平,使得现任高管的薪酬水平与非跳槽公司配对高管的薪酬水平相比不存在显著差异。

5.2 加薪对于留住现任高管是否有效

为检验事后加薪对留住现任高管是否有效,我们建立以下模型:

$$\begin{aligned}
 Prob(Job - hopping)_{it+1} = & \alpha + \beta_1 (Paygrowth)_{i,t-1tot+1} + \beta_2 (Stockreturn)_{it} + \beta_3 \\
 & Volatility_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 Ln(Sales)_{it} + \beta_6 (Cashratio)_{it} + \\
 & \beta_7 Capex_{it} + \beta_8 (R\&D)_{it} + \beta_9 Ln(Firmage)_{it} + \beta_{10} CEO_{it} + \\
 & \beta_{11} Ownership_{it} + Yearfixedeffects + Industryfixedeffects \quad (3)
 \end{aligned}$$

在模型(3)中,若现任高管在事后一年跳槽,被解释变量赋值 1;现任高管未跳槽,赋值 0。解释变量 Pay growth 为现任高管事后一年的薪酬与事前一年的薪酬之差。回

归结果见表 7。Pay growth 的系数显著为负,说明现任高管薪酬的增长与他们跳槽的可能性呈显著负相关,即加薪对留住现任高管是有效的。

表 7 加薪后现任高管留任情况

被解释变量:Job-hopping		
变量	系数	P 值
Pay growth	- 0. 196 **	(0. 028)
Stock return	0. 157	(0. 199)
Volatility	1. 473	(0. 371)
ROA	0. 295	(0. 340)
Ln(Sales)	0. 082 *	(0. 074)
Cash ratio	0. 497	(0. 285)
Capex	- 1. 445 *	(0. 091)
R&D	0. 258	(0. 537)
Ln(Firm age)	0. 513	(0. 336)
CEO	0. 214	(0. 182)
Ownership	- 2. 118 ***	(0. 000)
Constant	2. 475 **	(0. 034)
Year fixed effects	控制	
Industry fixed effects	控制	
Pseudo R-squared	0. 213	
观测值	822	

注:表中***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著。

6 结 论

本文从高管跳槽现象的视角,对经理人市场如何影响高管薪酬进行了探究。我们发现,公司在发生高管跳槽之后会显著提高对现任高管的薪酬,尤其是基于股权的薪酬。薪酬的提升幅度因不同的现任高管在经理人市场上具有的不同流动性而不同,在经理人市场上具有较高流动性的现任高管,其薪酬的提升幅度高于流动性较低的现任高管。而且,跳槽离开的高管的特征也影响公司提升现任高管薪酬的幅度,比如,若跳槽离开的高管级别较高,或者高管跳槽离开后获得了更优的职位或薪酬,公司提升现任高管薪酬的幅度就会较大。同时,我们研究发现,发生高管跳槽的公司在之前的高管薪酬水平比可比公司低,因而具有薪酬劣势,在发生高管跳槽之后,通过提高现任高管的薪酬,这些公司的高管薪酬水平与可比公司高管薪酬水平之间的显著差异消失。另外,我们研究了公司在发生高管跳槽之后对现任高管的加薪是否能够更好地留住他们,结果显示,现任高管薪酬的提高与他们跳槽的可能性呈显著负相关,即加薪措施有

效地防止了现任高管的跳槽。

从总体上看,本文的研究证明了经理人市场中的高管跳槽行为是公司薪酬政策的重要决定因素之一。但本文的研究也存在诸多不足,具体表现为:第一,有些高管意欲跳槽但可能被阻止,因此一些潜在的跳槽行为未能表现在数据中。第二,由于数据所限,本文只研究了高管在不同上市公司之间的跳槽行为,未研究高管在上市公司与非上市公司之间的跳槽行为。这些问题有待以后进一步完善。

参考文献:

References:

- [1] Bebchuk, L. A. , Fried, J. M. Executive Compensation as an Agency Problem[J]. Journal of Economics Perspectives, 2003, 17, 71-92.
- [2] Jensen, M. C. , and Murphy, K. J. Performance Pay and Top-management Incentives[J]. Journal of Political Economy, 1990, 98(2): 225-264.
- [3] Hölmstrom, B. Moral Hazard and Observability[J]. The Bell Journal of Economics, 1979, 10, 74-91.
- [4] Tosi, H. L. , Werner, S. , Katz, J. P. and Gomez, L. R. . How Much does Performance Matter? A Meta-Analysis of CEO Pay Studies[J]. Journal of Management, 2000, 26(2): 301.
- [5] Bertrand, M. , and Mullainathan, S. Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones without Principals are[J]. Quarterly Journal of Economics, 2001, 116(3): 901-932.
- [6] Engelberg, J. , Gao, P. , and Parsons, C. A. The Price of a CEO's Rolodex[J]. Review of Financial Studies, 2013, 26(1): 79-114.
- [7] 沈永建, 姜龙, 蒋德权等. 隐性业绩评价与高管薪酬契约——基于价值创造的视角[J]. 山西财经大学学报, 2011, 4: 71-81.
Shen Y J, Jiang L, Jiang D Q. Implicit Performance Evaluation and Executive Compensation Contracts: Based on the Perspective of Value Creation[J]. Journal of Shanxi Finance and Economics University, 2011, 4: 71-81.
- [8] 唐松, 孙铮. 政治关联、高管薪酬与企业未来经营绩效[J]. 管理世界, 2014, 5: 93-105.
Tang S, Sun Z. Political Association, Executive Compensation and Corporate Business Performance in the Future [J]. Management World, 2014, 5: 93-105.
- [9] 潘红波, 余明桂. 集团内关联交易、高管薪酬激励与资本配置效率[J]. 会计研究, 2014, 10: 44-51.
Pan H B, Yu M G. Group Related Transactions, Executive Compensation Incentive and Capital Allocation Efficiency[J]. Accounting Research, 2014, 10: 44-51.
- [10] 李晓创, 高文书. 高管薪酬影响因素的实证分析——兼论资本密集度的薪酬效应[J]. 云南财经大学学报, 2013, 2: 96-105.

- Li X C, Gao W S. Empirical Analysis of Influential Factors of Executive Compensation: Concurrently Discuss of Intensity Compensation Effect[J]. Journal of Yunnan University of Finance and Economics, 2013,2:96-105.
- [11] 徐宏忠, 万小勇, 连玉君. 高管薪酬行业差异的实证分析[J]. 管理评论, 2012, 4:124-124.
- Xu H Z, Wan X Y, Lian Y J. The Empirical Analysis of the Difference of Executive Pay Industry [J]. Management Review, 2012, 4:124-124.
- [12] 杨德明, 赵璨. 媒体监督、媒体治理与高管薪酬[J]. 经济研究, 2012,6:116-126.
- Yang D M, Zhao C. Media Monitoring, Media Management and Executive Pay [J]. Economic Research, 2012,6:116-126.
- [13] Albuquerque, A. M. , Franco, G. and Verdi, R. S. Peer Choice in CEO Compensation[J]. Journal of Financial Economics, 2013, 108(1) : 160-181.
- [14] Faulkender, M. , and Yang, J. Inside the Black Box: The Role and Composition of Compensation Peer Groups[J]. Journal of Financial Economics, 2010, 96(2) : 257-270.
- [15] 黎文靖, 岑永嗣, 胡玉明. 外部薪酬差距激励了高管吗——基于中国上市公司经理人市场与产权性质的经验研究[J]. 南开管理评论, 2014,4:24-35.
- Li W J, Cen Y S, Hu Y M. Does the External Compensation Gap Incentive Executives: Empirical Research of the Manager Market and Property Rights of Chinese Listed Companies [J]. Nankai Business Review, 2014,4:24-35.
- [16] 刘文革, 周方召. 高管薪酬、企业绩效与经理人市场均衡[J]. 制度经济研究, 2008,1: 22-28.
- Liu W G, Zhou F Z. Executive Compensation, Corporate Performance and Manager Market Equilibrium[J]. Institutional Economics Research, 2008,1:22-28.
- [17] Edmans, A. and Gabaix, X. Is CEO Pay Really Inefficient a Survey of New Optimal Contracting Theories[J]. European Financial Management, 2009, 15(3) :486-496.
- [18] Shivaram, R. , Terry, S. , and Valentina, Z. CEOs' outside Employment Opportunities and the Lack of Relative Performance Evaluation in Compensation Contracts[J]. Journal of Finance, 2006, 61(4) :1813-1844.
- [19] Hwang, B. H. , Kim, S. It Pays to have Friends[J]. Journal of Financial Economics, 2009, 93(1) : 138-158.
- [20] Fracassi, C. , Tate, G. External Networking and Internal Firm Governance[J]. Journal of Finance, 2012, 67(1) : 153-194.
- [21] Brick, I. E. , Palmon, O. , Wald, J. K. CEO Compensation, Director Compensation, and Firm Performance: Evidence of Cronyism[J]. SSRN Electronic Journal, 2002, 12(3) :403-423.
- [22] Montgomery, J. D. Social Networks and Labor-market Outcomes: Toward an Economic A-

- analysis[J]. American Economic Review, 1991, 81(5):1407-18.
- [23] Giannetti, M. Serial CEO Incentives and the Structure of Managerial Contracts[J]. Journal of Financial Intermediation, 2011, 20(4):633-662.
- [24] Murphy, K. J., Zábojník, J. CEO Pay and Appointments: A Market-Based Explanation for Recent Trends[J]. American Economic Review, 2004, 94(2):192-196.
- [25] 徐细雄, 谭瑾. 高管薪酬契约、参照点效应及其治理效果: 基于行为经济学的理论解释与经验证据[J]. 南开管理评论, 2014, 4:36-45.
Xu X X, Tan J. Executive Compensation Contract, Reference Point Effect and Effect of Treatment: Based on Behavioral Economics Theory and Empirical Evidence [J]. Nankai Business Review, 2014, 4:36-45.
- [26] 蔡立新. 创业板高管薪酬、公司绩效与高管离职动因分析[J]. 商业会计, 2014,13:11-15.
Cai L X. Executive Compensation, Corporate Performance and Analysis of Reasons of Executive Departing in GEM [J]. Business Accounting, 2014,13:11-15.
- [27] 任国珍. 中小企业薪酬待遇与员工跳槽现象研究[J]. 内蒙古科技与经济, 2013,6:23-29.
Ren G Z. Research of Salary and Employee Job-hopping Phenomenon in Small and Medium-sized Enterprise[J]. Inner Mongolia Science and Technology and Economy, 2013,6:23-29.
- [28] Balsam, S., Miharjo, S. The Effect of Equity Compensation on Voluntary Executive Turnover[J]. Journal of Accounting & Economics, 2007, 43(1):95-119.
- [29] Core, J. and Guay, W. The Use of Equity Grants to Manage Optimal Equity Incentive Levels. [J]. Journal of Accounting & Economics, 1999, 28(99):151-184.
- [30] Deng, X., Gao, H. Nonmonetary Benefits, Quality of Life and Executive Compensation. [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2013, 48(01):197-218.
- [31] Giroud, X., Mueller, H. M. Does Corporate Governance Matter in Competitive Industries? [J]. Social Science Electronic Publishing, 2008, 95(3):312-331.
- [32] 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.
- [33] 潘越, 戴亦一, 魏诗琪. 机构投资者与上市公司“合谋”了吗: 基于高管非自愿变更与继任选择事件的分析[J]. 南开管理评论, 2011,2:69-81.
Pan Y, Dai Y Y, Wei S Q. Does Institutional Investors and Listed Companies "Conspiracy": Based on the Analysis of Executive Involuntary Change and Succession Choose Event [J]. Nankai Business Review, 2011,2:69-81.
- [34] Cremers, K. J., Grinstein, Y. Does the Market for CEO Talent Explain Controversial CEO Pay Practices? [J]. Review of Finance, 2013: 24(17):1-40.

(本文责编:唯 一)

Effects of Managerial Labor Market on Executive Compensation: Evidence From Executive Job-hopping

YU Guo-jie, GONG Yuan

Abstract: Based on the data of A-share companies in the period of 2007 to 2014, this paper shed light on how the managerial labor market influences executive compensation from the perspective of executive job-hopping. We find that companies dramatically raise their incumbent executives' pay, especially equity-based pay, after losing executives to other firms. The magnitude of pay raise is not only related to incumbent executives' mobility in managerial labor market but also to job-hoppers' characteristics. Using PSM model, we find that a company's subsequent pay raise to incumbent executives after losing an executive diminishes its deficiency in executive compensation relative to its peer firms, and is effective at retaining its incumbent executives. Overall, our evidence suggests that executive job-hopping activity in managerial labor market has significant effect on firms' compensation policies.

Key words: managerial labor market; executive compensation; executive job-hopping