

CEO 职业生涯初期与上市公司研发投入

——基于 A 股市场面板数据的实证分析

郭世俊¹, 王颖²(博士)

【摘要】 CEO 风险偏好程度随着职业生涯的演变而存在差异。基于职业生涯关注理论, 本文以 2007~2014 年我国 A 股市场面板数据为样本, 实证检验 CEO 职业生涯初期对企业研发投入的影响, 研究发现: 新任 CEO 和处于职业生涯初期的 CEO 为展示自己的能力和奠定今后的发展基础, 会采取激进的策略增加研发投入; 基于短期绩效压力, 分析师盈余预测对职业生涯初期的 CEO 形成业绩目标并以此削弱其增加研发投入的动机。本文的研究结论对提升公司治理水平、关注 CEO 职业生涯发展、平衡资本绩效压力有一定的借鉴意义。

【关键词】 职业生涯关注; 新任 CEO; 研发投入

【中图分类号】 F270

【文献标识码】 A

【文章编号】 1004-0994(2016)11-0019-5

一、引言

激烈的市场竞争让企业面临空前的压力, 想要适应市场变化, 保持核心竞争力, 技术创新毋庸置疑是企业应该采取的最重要的策略。研究和开发投资是企业技术创新的关键, 有助于企业快速响应市场竞争, 巩固和扩大市场份额并建立行业标准。但研发的投入高、风险高以及回报周期长等问题时常让企业进退两难。现有研究发现, 经济政策、政府支持等宏观因素会影响企业的研发投入。然而, 更多的研究开始关心微观因素以及企业内部的对于研发的影响。企业微观层面的因素尤其是其中的管理者行为决策, 可以在短期或是中长期内发生改变, 对影响企业研发投入发挥着重要作用。

在管理者决策动机的相关研究中, 职业生涯关注理论正受到越来越多学者的重视。该理论认为, CEO 进行当前行为决策时会兼顾未来职业生涯的发展, 经理人市场对 CEO 的评价直接决定其声誉和未来的发展, 这样便形成一种隐性激励, 鼓励 CEO 自发努力地工作, 并不断追求自我提升, 但这种激励会随着 CEO 职业生涯的演变而发挥不同的作用(Kini 和 Williams, 2012)。现有研究关注了职业生涯的隐性激励对 CEO 行为决策的影响(饶育蕾, 2012), 并着重研究了 CEO 职业生涯末期的行为决策(Serfling, 2014), 却忽略了 CEO 职业生涯初期这一重要时段。处于不同职业生涯时期的 CEO 的风险偏好各异, 并且职业生涯初期对于 CEO 的经营决策有

着重要影响(Yim, 2013)。那么, 职业生涯初期这种风险偏好的差异对研发投入这一重要的企业决策行为究竟会产生怎样的影响呢?

基于这一问题, 本文选取 2007~2014 年我国 A 股市场的面板数据为样本, 实证检验 CEO 职业生涯初期对企业研发投入的影响, 丰富了职业生涯关注理论的研究。现有研究多是从风险偏好的视角解释职业生涯关注对企业研发投入的影响, 本文则基于业绩信号视角, 以分析师盈余预测为中介变量, 研究 CEO 职业生涯初期对企业研发投入的影响, 是对现有研究的有效拓展。

二、文献回顾与研究假设

研发投入是企业技术创新的关键, 对企业的发展有重大影响。CEO 在经营决策中必然将企业核心竞争力的创新投入纳入重要的经营决策中, 这种决策行为受到职业生涯关注的影响并随着职业生涯发展的演变而不同(Brickley, 1999)。Fama (1980) 于 20 世纪 80 年代最早提出职业生涯关注概念, 他认为经理人愿意努力工作以建立良好的声誉, 从而获得更优越的职业发展机会。Nam (2008) 根据职业生涯的时间性将职业生涯关注度分为高、中、低三个等级, 并提出早期职业生涯阶段的经理人职业生涯关注度高且更加激进, 晚期职业生涯阶段的经理人职业生涯关注度低且更为保守。在职业生涯初期, CEO 有强烈动机进行激进行为。随着职业生涯的发展,

【基金项目】 教育部人文社会科学研究青年基金项目“基于经理人职业生涯关注的上市公司策略信息披露研究”(项目编号: 14YJC630133); 湖南省自然科学基金项目“经理人声誉激励对上市公司策略性信息披露行为的影响研究”(项目编号: 2015JJ3006)

□ 改革·发展

CEO在市场的声誉逐渐形成,这种激进的行为逐渐减少。到了职业生涯末期,CEO行为决策变得更为保守。饶育蕾(2012)研究发现了CEO年龄与企业研发投入的倒U型关系。Bertrand(2003)以CEO的年龄为职业生涯的代理变量研究表明,CEO投资水平受到职业生涯发展的影响,企业的资本支出随着CEO年龄的增加而减少,高龄CEO倾向于不断降低投资水平。Serfling(2014)研究发现,CEO的年龄与企业风险显著负相关,为降低企业风险,高龄CEO倾向于低风险的投资决策。Naveen(2006)和Gerako(2007)的研究均发现,临近退休之龄的CEO会逐渐削减研发费用。

以上研究着重关注CEO整个职业生涯的发展并着重研究职业生涯末期对企业决策行为的影响,却忽略了CEO职业生涯初期这一重要时间段。现有研究表明,CEO在不同的职业生涯时期有着不同的风险偏好,并对CEO职业生涯初期形成两种对立的观点:

第一种是“管理信号”理论,认为在职业生涯初期,CEO为奠定今后发展的基础愿意承担更大的风险来证明自己的能力,并且年轻的CEO受到丰富的教育会更加自信,从而偏好风险(Prendergast, 1996; Barker, 2002)。Gudell(2011)研究指出,由于经理人市场的竞争,处于职业生涯初期的CEO和新任CEO有强烈动机采取各种措施证明自己的能力。Li(2014)研究发现,在职业生涯初期,年轻CEO的表现更为活跃,会进行更多的投资活动。谢珺等(2015)的研究证明了年轻CEO和新任CEO更倾向于企业重组行为。李培功等(2012)的实证研究结果表明,CEO投资行为的风险偏好与在位时间反向变动,即越接近退休之龄会变得越保守,年轻时反而更加激进,扩张企业规模的动机更明显。

另一种观点指出,在职业生涯初期,CEO因缺乏工作经验且没有良好的市场声誉,考虑到今后职业生涯的发展,更加厌恶风险,倾向于保守消极的行为决策,以规避高风险行为带来的负面影响。Scharfstein(1990)研究证明了职业生涯初期的CEO有显著的“羊群效应”。此外,职业生涯初期的CEO由于任期短,物质资源和社会资源的缺乏会制约他们的行为决策。Lamont(2002)研究了经理预测者的异质性后发现,年轻的预测者更加保守,并且随着年龄的增长而变得激进和大胆,但并不影响他们预测的准确度。刘鑫(2015)则进一步研究发现,CEO变更后的继任与企业研发投入呈负向关系。

基于以上分析,本文提出如下对立假设:

H1a:处于职业生涯初期的CEO和新任CEO更倾向于研发投入。

H1b:处于职业生涯初期的CEO和新任CEO更不倾向于研发投入。

绩效压力贯穿CEO的职业生涯,并且这种压力对处于职业生涯初期的CEO和新任CEO更甚。Gibbons和Murphy(1991)研究发现,在经理人职业生涯初期,市场尤为关注新

任经理人的当期业绩表现并以此评估经理人的能力。Oyer(2008)认为CEO在职业生涯初期有强烈动机采取行动提高当期绩效表现。林永坚(2013)研究发现,绩效压力使得CEO变更当年存在显著的盈余管理行为。研发投入作为企业战略性计划,能够增加企业的长期价值(Hamsem, 1999),但会在短期给企业造成绩效压力,并且对职业生涯初期急需业绩信号的CEO更为明显。这种压力受到资本市场的业绩信号的调节。

在持续经营状况下,分析师根据行业水平和企业历史经营状况对企业绩效进行预测,并且这种盈余预测直接影响投资者的决策行为(Irvine, 2003)。达到或者超越分析师预期能够给企业带来优势(Finkelsten, 2009),反之则造成股价下跌等负面影响(Bartov, 2002)。在职业生涯初期,达到或超越分析师盈余预测对于新任经理人来说尤为重要,能够为其带来良好的声誉并为其今后的发展奠定基础,相反,如果未能达到分析师盈余预测,则会对其发展造成重大负面影响,甚至当期面临被解雇的风险(Axelson, 2009)。企业研发投入高、风险高且回报周期长,在当期分析师盈余预测的绩效压力下,处于职业生涯初期的CEO有强烈动机减少研发投入从而在短时间内获得良好的业绩信号。基于此,本文提出如下假设:

H2:分析师盈余预测负向调节在职业生涯初期的CEO和新任CEO与研发投入的关系。

三、研究设计

1. 样本选择与数据来源。本文选取2007~2014年我国A股上市公司为样本,剔除ST及PT类公司、金融和保险业公司以及主要数据缺失的公司,最终获得7237个样本。样本数据主要来自国泰安数据库和Wind数据库。

2. 变量定义。

(1)被解释变量:研发投入(RD)。借鉴戴小勇(2013)的研究方法,本文采用研发费用与营业收入的比值表示研发投入,这一指标能够更好地反映与企业规模、市场地位相适应的研发投入情况,在不同企业之间更具有可比性。

(2)解释变量:经理人职业生涯关注(Career)。借鉴Li(2014)和谢珺(2015)的研究,本文采用两种方式衡量经理人职业生涯:第一种为经理人年龄;第二种根据经理人年龄的均值和中位数定义哑变量,当经理人年龄小于45岁时Young取值为1,年龄介于45~50岁时Middle取值为1,年龄高于50岁时Old取值为1。

(3)控制变量。基于以往的研究,本文选取CEO性别(Gender)、学历(Edu)、持股(Share)、薪酬(Salary)为控制变量,上市公司的控制变量包括:董事会会议次数(BM)、独立董事比例(Independent)、股权集中度(Cent)、上市公司年龄(Cage)、董事长与总经理两职合一(DUAL)、企业规模(Size)、财务杠杆(Lev)、总资产收益率(ROA)。各变量定义如下页表1所示。

表 1 变量定义与说明

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义与说明
被解释变量	研发投入	RD	研发费用与营业收入的比值
	解释变量	Age	CEO的年龄
Young		CEO年龄小于45岁时取值为1,反之为0	
Middle		CEO年龄介于45~50岁时取值为1,反之为0	
Old		CEO年龄高于50岁时取值为1,反之为0	
New		新任CEO时取值为1,反之为0	
	分析师盈余预测	AEP	分析师盈余预测的平均值
控制变量	学历	Edu	CEO的学历,中专到博士分别取值为1~5
	性别	Gender	CEO的性别,男取值为1,女取值为0
	持股	Share	CEO持股数量与总股数的比值
	薪酬	Salary	CEO薪酬的自然对数
	董事长与总经理两职合一	DUAL	董事长与总经理两职合一取值为1,反之取0
	董事会会议次数	BM	董事会会议次数
	独立董事比例	Independent	独立董事比例
	上市公司年龄	Cage	上市公司年龄
	股权集中度	Cent	第一大股东持股比例
	企业规模	Size	上市公司年末资产的自然对数
	财务杠杆	Lev	用资产负债率表示,即总负债与总资产的比率
	总资产收益率	ROA	净利润与总资产的比率

3. 研究模型。本文采用面板回归方法研究CEO职业生涯初期对研发投入的影响,建立回归模型如下:

$$RD = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Career}_1 + \alpha_2 \text{Edu} + \alpha_3 \text{Gender} + \alpha_4 \text{Share} + \alpha_5 \text{Salary} + \alpha_6 \text{DUAL} + \alpha_7 \text{BM} + \alpha_8 \text{Independent} + \alpha_9 \text{Cage} + \alpha_{10} \text{Cent} + \alpha_{11} \text{Size} + \alpha_{12} \text{Lev} + \alpha_{13} \text{ROA} + \varepsilon$$

为了检验分析师盈余预测的调节作用,建立如下回归模型:

$$RD = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Career}_2 + \alpha_2 \text{Career}_2 \times \text{AEP} + \alpha_3 \text{AEP} + \alpha_4 \text{Edu} + \alpha_5 \text{Gender} + \alpha_6 \text{Share} + \alpha_7 \text{Salary} + \alpha_8 \text{DUAL} + \alpha_9 \text{BM} + \alpha_{10} \text{Independent} + \alpha_{11} \text{Cage} + \alpha_{12} \text{Cent} + \alpha_{13} \text{Size} + \alpha_{14} \text{Lev} + \alpha_{15} \text{ROA} + \varepsilon$$

其中: Career为CEO职业生涯代理变量, Career₁包括Age(含平方项Age²)、Young、Middle、Old、New几个变量, Career₂包括Young和New两个变量。

表 2 变量的描述性统计

变量	均值	中值	标准差	极小值	极大值
RD	0.03	0.03	0.04	0.00	1.32
Age	44.69	50.00	6.39	26.00	78.00
AEP	0.68	0.60	0.65	-0.43	16.94
Edu	3.26	3	0.72	1	5
Gender	0.94	1	0.24	0	1
Share	0.01	0.00	0.07	0.00	0.60
Salary	12.55	12.87	2.18	0.00	16.12
DUAL	0.28	0	0.45	0	1
BM	8.76	8	3.23	2	49
Independent	0.37	0.33	0.05	0.09	0.71
Cage	7.32	5.00	6.05	0.00	24.00
Cent	36.58	35.25	14.95	3.62	95.10
Size	21.58	21.38	1.20	18.68	27.85
Lev	0.39	0.37	0.22	0.01	2.40
ROA	0.06	0.05	0.07	-0.67	2.93

表 3 相关性检验

变量	RD	Age	AEP	DUAL	BM	Independent	Cage	Cent	Size	Lev	ROA
RD	1	0.06***	0.19***	0.21	-0.05***	0.04***	-0.39***	-0.14***	-0.34***	-0.48***	0.24***
Age	0.05***	1	-0.07***	0.13**	-0.03**	0.02*	0.18***	0.01	0.15***	0.09***	-0.10***
AEP	0.10***	-0.04***	1	0.13	-0.02	-0.03**	-0.40***	0.08**	0.09***	-0.32***	0.63***
DUAL	0.13	0.15	0.10	1	-0.02**	0.08**	-0.27**	-0.02**	-0.20	-0.22***	0.13**
BM	-0.05***	-0.03*	-0.03***	-0.03*	1	0.03**	0.11***	-0.06**	0.16***	0.15***	-0.12***
Independent	0.04***	0.01	-0.01	0.09***	0.03**	1	-0.02	0.04***	-0.01	-0.02*	-0.04**
Cage	-0.25**	0.17***	-0.27**	-0.25***	0.11***	-0.02*	1	-0.10***	0.48***	0.56***	-0.43***
Cent	-0.13**	0.01	0.07**	-0.03***	-0.06**	0.05**	-0.10***	1	0.15***	0.06***	0.05**
Size	-0.22**	0.16***	0.13**	-0.20***	0.17***	0.05***	0.43***	0.20***	1	0.52***	-0.19***
Lev	-0.35***	0.08**	-0.26***	-0.21***	0.16**	-0.02**	0.42***	0.06**	0.49**	1	-0.50***
ROA	0.08*	-0.06***	0.42***	0.10**	-0.10	-0.01*	-0.23***	0.04***	-0.12**	-0.36**	1

注:右上为Spearman检验,左下为Pearson检验;因篇幅有限,仅报告部分变量的相关性检验;***、**、*分别表示在1%、5%、10%的显著性水平上显著。

四、实证分析

1. 描述性统计。上页表2为变量的描述性统计结果。被解释变量RD的均值和中位数均为0.03,说明我国上市公司研发投入的比例普遍不高。CEO年龄的平均值为44.69,中位数为50,说明我国CEO年龄普遍集中于40岁左右。从CEO的学历和性别的均值可以看出,我国上市公司CEO学历普遍为本科或研究生学历,且男性CEO居多。

2. 相关性检验。上页表3为主要变量的Pearson和Spearman相关性检验结果。从表中可以看出,CEO职业生涯代理变量(Age)与研发投入(RD)在两种检验中系数分别为0.05和0.06,均与RD在1%的水平上显著正相关,说明CEO职业生涯代理变量(Age)与研发投入(RD)间存在显著的相关性。其余控制变量与被解释变量RD在两种检验中均有显著的相关性。各变量相关性系数均小于0.5,说明各变量间不存在严重的多重共线性问题。

3. 回归结果分析。回归方程(1)~(7)均通过了Hausman检验,故均采用固定效应面板模型进行回归,回归结果如表4所示。

回归方程(1)~(5)验证了H1a。方程(1)中CEO年龄(Age)与研发投入(RD)显著正相关, Age²与RD显著负相关,说明CEO职业生涯与研发投入呈倒U型关系,且在职业生涯初期CEO会加大研发投入。方程(2)中Young与研发投入(RD)在10%的水平上显著正相关,进一步说明在职业生涯初期,CEO为证明自己的能力偏好风险而采取激进策略加大研发投入。从方程(3)~(4)的回归分析结果可以看出,在CEO职业生涯中期,激进策略开始减少,系数虽然为负,但并不显著,到CEO职业生涯末期更是与研发投入呈现显著负相关关系。方程(5)则证明了新任CEO同样会在职业生涯初期积极表现,采取激

表4 回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Age	0.01* (1.78)						
Age ²	-0.01* (-1.71)						
Young		0.06* (1.94)				0.05* (1.79)	
Middle			-0.01 (-1.56)				
Old				-0.02** (-1.97)			
New					0.04*** (2.99)		0.03* (-1.94)
Young×AEP						-0.02* (-1.78)	
New×AEP							-0.03** (-2.68)
AEP						-0.01* (-1.82)	-0.01** (-2.17)
Edu	-0.02* (-1.67)	-0.01** (-2.15)	-0.01* (-1.89)	-0.01** (-2.10)	-0.01* (-1.77)	-0.01** (-2.17)	-0.01** (-2.07)
Gender	-0.03 (-1.24)	-0.01 (-1.22)	-0.01 (-1.21)	-0.01 (-1.23)	-0.02 (-1.22)	-0.03 (-1.27)	-0.02 (-1.28)
Share	0.01 (2.01)	0.05 (1.93)	0.01 (2.02)	0.02 (1.62)	0.09 (1.09)	0.07 (0.12)	0.02 (0.08)
Salary	0.18 (2.15)	0.06 (2.2)	0.01 (2.19)	0.02 (2.19)	0.01 (2.24)	0.01 (1.84)	0.01 (1.88)
DUAL	-0.01 (-1.77)	-0.02 (-1.81)	-0.02 (-1.74)	-0.03 (-1.70)	-0.01 (-1.69)	-0.03 (-2.31)	-0.02 (-2.48)
BM	0.07 (1.62)	0.08 (2.65)	0.02 (1.66)	0.06 (2.66)	0.01 (1.80)	0.02 (1.68)	0.01 (1.89)
Independent	-0.01 (-0.11)	-0.06 (-0.14)	-0.07 (-0.18)	-0.15 (-0.15)	-0.03 (-0.17)	-0.01 (-0.15)	-0.02 (-0.16)
Cage	0.11 (4.13)	0.32 (4.22)	0.13 (4.18)	0.08 (4.06)	0.07 (4.04)	0.07 (3.90)	0.06 (3.76)
Cent	0.08 (1.94)	0.01 (1.87)	0.01 (2.05)	0.01 (1.64)	0.01 (1.85)	0.01 (1.97)	0.01 (1.93)
Size	-0.14 (-2.14)	-0.01 (-1.75)	-0.09 (-1.68)	-0.08 (-1.63)	-0.21 (-1.64)	-0.11 (-1.64)	-0.078 (-1.68)
Lev	-0.02 (-5.32)	-0.02 (-5.29)	-0.02 (-5.3)	-0.02 (-5.29)	-0.02 (-5.25)	-0.02 (-5.57)	-0.02 (-5.53)
ROA	-0.03 (-5.01)	-0.03 (-7.00)	-0.03 (-6.98)	-0.03 (-6.99)	-0.03 (-6.35)	-0.03 (-6.53)	-0.03 (-6.52)
Constant	0.02 (1.73)	0.04 (1.66)	0.04 (1.72)	0.03 (1.75)	0.04 (1.77)	0.03 (1.89)	0.03 (1.82)
N	7237						
R ²	0.09	0.09	0.10	0.10	0.10	0.09	0.10
F/Wald chi ²	32.88***	37.34***	37.39***	37.29***	37.37***	32.84***	32.73***
Hausman Test	399.63***	429.75***	417.42***	457.75***	397.67***	197.39***	464.91***

注:括号内为t值;***、**、*分别表示在1%、5%、10%的显著性水平上显著。

进的策略加大研发投入。

方程(6)~(7)的回归分析结果验证了H2。CEO职业生涯初期变量(Young)和分析师盈余预测变量(AEP)的交乘项显著负相关,说明在CEO职业生涯初期,分析师盈余预测带来的绩效压力会削弱CEO职业生涯初期加大研发投入的动机,在短期减少研发投入以获得短暂的良好业绩信号。新任CEO代理变量(New)与AEP的交乘项同样显著负相关,说明新任CEO同样受到分析师盈余预测压力的影响,从而负向调节研发投入。

五、研究结论与政策性建议

1. 研究结论。基于委托代理理论,CEO的利益与公司效益乃至股东利益紧密相关。作为管理层的核心人物,CEO肩负着执行董事会具体决策与领导企业日常经营活动的重大责任,其恰当的决策行为是保证整个公司正常运作、实现股东与各方利益的重中之重。随着职业生涯的演变,CEO的风险偏好发生着显著变化并对其决策行为产生重要影响。本文以2007~2014年我国A股市场的面板数据为样本,实证检验了CEO职业生涯初期对企业研发投入的影响,得出研究结论如下:

(1)处于职业生涯初期的CEO和新任CEO有着积极主动的心态,愿意承担更大的风险来加大研究投入,从而为今后的发展奠定基础。

(2)CEO职业生涯关注与公司研发投入呈现倒U型关系,即随着CEO职业生涯的演变,对公司研发投入的关注呈现先上升后下降的趋势。

(3)资本市场业绩压力影响新任CEO职业生涯关注和研发投入的关系,即分析师盈余预测对新任CEO形成短期业绩压力,出于对短期业绩的需求会导致新任CEO的短视行为,削弱其研发投入的动机。

2. 政策性建议。根据以上研究结论,本文提出如下政策性建议:

(1)完善经理人市场,建立合理的人才流动渠道,结合CEO职业生涯发展各个时期的特点,有效发挥职业生涯的隐性激励作用,从而减少CEO的短视行为,为其自身的发展乃至整个公司的长期发展奠定良好基础。

(2)完善CEO考核机制,采取合理的评价体系客观评价业绩信号的反馈效果,对CEO尤其是新任CEO以及公司的长期发展有着重要意义。全面且客观地考核处于不同职业生涯时期的CEO的业绩能够有效地抑制其短视行为,促进公司的长期发展。

由于客观原因,本文以CEO的年龄为基础间接衡量其职业生涯关注存在一定局限性,不能完全刻画CEO职业生涯的关注程度。如何选取更为全面且客观的指标和方式来衡量CEO职业生涯关注程度,也是未来研究可以继续探讨的重要内容。

主要参考文献:

Kini O., Williams R.. Tournament incentives, firm risk, and corporate policies [J]. Journal of Financial Economics, 2012(2).

饶育蕾,王颖,王建新. CEO 职业生涯关注与短视投资关系的实证研究[J]. 管理科学,2012(5).

Serfling M. A.. CEO age and the riskiness of corporate policies[J]. Journal of Corporate Finance,2014(4).

Yim S.. The acquisitiveness of youth: CEO age and acquisition behavior [J]. Journal of Financial Economics, 2013 (1).

Nam J., Wang J., Zhang G.. Managerial career concerns and risk management [J]. Journal of Risk and Insurance, 2005 (3).

Gudell S. M.. Serial CEOs and their career concerns[D]. New York: University of Rochester, 2011.

Li X., Low A., Makhija A. K.. Career concerns and the busy life of the young CEO [J]. SSRN Electronic Journal, 2011 (7).

谢璐,张越月. 基于CEO 职业生涯关注的中国上市公司重组行为研究[J]. 山西财经大学学报,2015(6).

李培功,肖珉. CEO任期与企业资本投资[J]. 金融研究, 2012(2).

Lamont O. A.. Macroeconomic forecasts and microeconomic forecasters [J]. Journal of Economic Behavior & Organization, 2002(3).

刘鑫,薛有志. CEO 继任,业绩偏离度和公司研发投入——基于战略变革方向的视角[J]. 南开管理评论,2015(3).

Gibbons R., Murphy K. J.. Optimal incentive contracts in the presence of career concerns: Theory and evidence [J]. Journal of Political Economy, 1992(3).

Oyer P.. The making of an investment banker: Stock market shocks, career choice, and lifetime income [J]. The Journal of Finance, 2008(6).

林永坚,王志强,李茂良. 高管变更与盈余管理——基于应计项目操控与真实活动操控的实证研究[J]. 南开管理评论,2013(1).

戴小勇,威力为. 研发投入强度对企业绩效影响的门槛效应研究[J]. 科学学研究,2013(11).

Naveen L.. Organizational complexity and succession planning [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2006(3).

作者单位:1.中南大学商学院,长沙410083; 2.长沙理工大学经济与管理学院,长沙410114