

影响中国上市公司高管层变更的因素分析与实证检验

赵震宇 杨之曙 白重恩

(清华大学经济管理学院,北京 100084)

摘 要:本文考察了 1999~2003 年度上市公司董事长与总经理职位变更的情况,分析说明公司绩效、股权结构等诸多因素对高管层变更的影响。结果显示,国有上市公司高管层职位的升迁或降职与公司业绩正向相关,不同属性的公司其评价总经理的业绩或能力指标也有所差异,而且决策者对高层人员业绩的要求也会因为公司历史业绩的不同而有所不同。

关键词:上市公司高管层;企业绩效;职位变更;邹检验

JEL 分类号:C13, C35, G34 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-7246(2007)08-0076-14

一、引 言

伴随中国股市的诞生,不断有大大小小的“地震”在破坏着中小股民的利益,比如“银广夏”虚假信息发布案、“蓝田”业绩造假案、中科创业“黑庄”作市案等等,这些案件的背后,一方面暴露了我国上市公司在内部治理和外部监管方面存在的漏洞,另一方面也引发了一场关于如何加强对中国上市公司高层管理人员的监督管控、怎样设置一套行之有效的激励约束机制规范其行为的大讨论。

有关 CEO 变更的研究在国际公司治理领域是一个热点学术问题,因为影响 CEO 变更的因素直接关系到该国公司治理水平的评价体系是否科学合理,而 CEO 变更多程度上影响着企业绩效和治理结构的调整也是公众与社会舆论关注的焦点。在中国,单从个案来看,影响董事长或者总经理职位升迁或者降低的因素似乎有千头万绪,但事实上,已有较多学者关注并讨论了影响 CEO 变更概率的要素。比如 Chang and Wong(2004)讨论了业绩对上市公司 CEO 职位变动的影响,而 Firth, Fung and Rui(2004)则加入了公司治理结构对 CEO 变动的讨论。此外,尽管与中国的体制存在巨大差异,但国外学者对比时(Renneboog, 2000)、英国(Dedman, 2003)、日本(Kang, Shivdasani, 1995)、丹麦(Lausten, 2000)等国的研究也为中国的问题提供了方法上的借鉴,也归纳出一些可能对 CEO 变更产生影响的因素,比如宏观经济和政治环境(Hillier, Linn & McColgan, 2005; Fee, Hadlock, 2000),公司业绩(Brunello,

Graziano & Parigi, 2002; Farrell, Whidbee, 2003), 所有权结构 (Brunello, Graziano & Parigi, 2002), 高管层包括学历、性别、年龄等的个人特征 (Chang, Shin, 2006)。由于中国与欧美发达国家体制上的差异, 使得本文的研究变得非常必要和有意义, 比如国外几乎没有学者研究董事长的变更, 因为大部分公司都是私营企业, 董事长就是该公司所有者的代表, 除非发生退休、病故以及收购兼并等“正常”(routine) 因素外, 无论从频度或者在位时间, 董事长都几乎没有变动。而 CEO 则受聘管理和运营公司, 他的行为直接对公司发展产生作用, 而公司发展又反过来直接影响其职位的稳固程度。而中国却不同, 在很多国有企业, 董事长也是代表“国家”管理和执行公司事务的代理人, 主要负责制定公司发展战略和把握公司前进方向, 而总经理或者说 CEO 则是董事长选派出来操作日常事务的二级代理人, 在这个层面上说, 董事长跟总经理一样, 是存在“非正常”(non-routine) 变更可能的, 比如受到上级部门(党组织) 的任命或者撤职。因此, 加入对中国上市公司“董事长”变更的研究是本文与众不同的一个地方之一。

此外, 大部分研究中国 CEO 变更的文献都是基于上市公司发布的年报信息数据, 年报上会对董事长或者总经理个人基本情况、是否变更、以及原因等进行基本披露, 在不泄漏公司机密并且达到证监会要求的最低底限上说明情况, 比如很多变更原因标明“因为工作原因而离职”, 这样的信息很难解释高层人员的职位具体变动性质, 是因为工作出色调任上级政府部门任职还是因为工作能力不足被内部解聘? 本文通过近一年半的资料收集、人物走访和电话调研等工作对变更的具体原因和变更性质进行了充分的查证和补充, 并与国泰安等公司的上市公司治理数据库中相应的数据进行对照合并, 最终形成了“中国上市公司董事长与总经理变更数据库”成果。基于该数据库进行了大量丰富的有关高管人员变更状况的研究, 并发现了一些比较有意义的结论, 比如否认了“中国国有上市公司个人政绩的获得是以损害公司业绩为条件”等说法。

为了系统而清晰地刻划影响中国上市公司高管层人员职位变动的因素, 我们运用比较严谨的研究方法对我国上市公司董事长和总经理变更进行系统研究。本文的主要贡献在于: 第一, 区别出 1999 ~ 2003 年中国上市公司董事长和总经理变更的具体原因以及性质包括升职、平调和降职。第二, 对“非正常变更”董事长和总经理的影响因素进行实证分析; 第三, 根据控股权是否含有外资性质将上市公司股票区分为纯 A 股和非纯 A 股并分别考证这两类样本的 CEO/ 总经理变更在多大程度上受到公司业绩的影响, 这也是衡量公司治理有效性的基本标准。第四, 通过边际效应分析方法考察了不同业绩的公司的董事长和总经理在业绩变更同样比例的情况下其职位变更概率大小。这个检验旨在刻划不同质量的上市公司是否董事长和总经理的危机感是否一样, 到底是业绩好的公司高管层职位受到威胁的可能性更大还是业绩差的公司?

本文结构安排如下: 第一部分是引言; 第二部分对涉及的文献进行回顾; 第三部分是对研究数据和指标的说明; 第四部分是研究结果以及分析, 最后得出结论。

二、文献综述

对高管层的学术关注来自于近年来诸多全球顶尖巨型公司的 CEO 在风云变幻的环境下越来越频繁的辞职, 而高管层变更引发的问题比如是否有利企业走出困境、用什么方法来评估 CEO 业绩比较有效、什么样的所有权结构容易导致管理层的不稳定性 (Goyal and Park, 2002)、外部接管市场强度对 CEO 有效管理运营公司事务有否影响 (Huson, Parrino and Starks, 2001) 等也引起各国学者极大兴趣, 很多人开始将目光聚焦于正处于转轨经济时期的中国 (Takao, Kato and Long, 2005; Firth, Fung and Rui, 2004; Chang, Wong, 2004; Chen, Firth, Gao and Rui, 2005)。

公司绩效是影响 CEO 变更最直接的变量, 也是研究最多, 关注度最大的一个因素。在这一领域做出开创新工作的是 Coughlan 和 Schmidt (1984) 两人, 他们检测了最高管理层的变更是否与公司股票价

格表现有关。通过去掉所有 64 和 64 岁以上 CEO 的正常退休的情况,他们发现在滤掉行业和市场整体等系统因素对公司业绩造成的影响以外,各个公司的非系统因素所影响股价的部分与 CEO 离任的概率是负相关的,因为过滤以后的非系统因素最能代表管理人员行为对公司业绩造成的影响。后来,Warner, Watts 和 Wruck(1988)也探讨了公司股票回报和同期的经理层变化之间的联系。他们在排除死亡、退休、接管等常规离任的因素后,构建了一个非常规离任的公司组,通过计量分析也发现非常规(non-routine)高级管理人员离任与最近年度股票市场回报有很强的负相关关系。他们还发现,如果按照股票的同年度回报把因非常规因素离任的上市公司划分为 10 个等级,无论是在全样本还是被迫离任的子样本,评级靠后的公司比评级靠前的公司更可能发生 CEO 的变更,但变更频率不是随着业绩单调递减,业绩越差变更就越频繁。以上是用股票价格作为衡量公司业绩的指标文献,Weisbach(1988)认为,由于股票价格会反映 CEO 离任的市场预期,因此不能真正代表与 CEO 行为相挂钩的企业业绩情况,他建议用公司会计指标——同行业中资产回报率来代替公司业绩,通过美国 1974~1983 年 286 个高管人员变更的研究,他发现 CEO 离任前的 1~3 年该公司资产收益率(ROA)显著低于同期的行业中值。由于股票业绩是股东对公司未来发展前景的预期决定的,而预期中很重要的部分是公司目前的经营现状,也就是会计业绩状况,因此很多学者认为会计业绩更加恰当地衡量了高管层的治理公司的能力,也应该作为衡量其个人业绩的指标(Allgood and Farrell, 2000)。Engel, Hayes and Wang(2003)用了 1975~2000 年福布斯年度调查中的 1293 个 CEO 变更的样本,检验了会计业绩在多大程度上衡量了 CEO 的管理能力并且影响着董事会对于 CEO 变更决定的意向。结果表明,与股票业绩相比,董事会更看重公司的会计业绩,但在公司环境比较复杂或者市场十分有效^①前提下,董事会对 CEO 去留的决策与公司会计业绩关系不大。Defond and Hung(2004)发现,在缺乏法律监管和投资者保护的 market 环境中,会计业绩对于 CEO 变更的解释力度或者说预测能力更强,因为股票业绩在市场监管缺失、投机过度的环境下是“失真”地反映 CEO 的内部能力。此外,Gibson(2003)等也得到了类似的结论。

除了公司业绩能够很好解释高管层变更以外,股权结构、董事会结构、董事长或者总经理的个人特征、公司治理结构情况等很大程度上也会影响董事会或者上级党组织对高管层能力考察的结果。国内学者也有一些尝试过对这些因素的探讨。孙永祥、黄祖辉(1999)在“上市公司的股权结构与绩效”一文中对 1994~1998 年董事长、总经理非常规变更与股权结构的关系进行了研究,他们按第一大股东在公司所占股份的百分比分为三组:“低于 20%”、“20%~50%”、“超过 50%”,分别对董事长、总经理变更次数进行统计等等,最终得出:与股权高度集中和股权高度分散的结构相比,有一定集中度、有相对控股股东、并且有其他大股东存在的股权结构,总体而言最有利于公司经营激励、收购兼并、代理权竞争、监督机制发挥作用四种治理机制的作用发挥,因而具有该种股权结构的公司绩效也趋于最大。吴淑琨、柏杰、席西民(1998)对董事长和总经理二职分离与合一作了研究,原创性地提出把离散的分立状况连续化,指出对董事长与总经理二职关键在于是否分离,而在于多大程度上的分离,以及如何在管理创新自由与责任之间取得适宜的均衡。经过实证发现,两职是否合一与其绩效之间并没有显著关系。只有公司规模与两职状态之间反映出正相关性,即公司规模越大,越倾向于采取两职合一。

关于外资控股的公司和国有公司谁的公司治理更有效,也就是说哪种类型的公司 CEO 职位的变更与公司绩效的结合更加紧密,也是很多人争论的问题。Kato, Long(2005)和 Firth, Fung and Rui(2004)都发现中国国有上市公司 CEO 变更对业绩的敏感度不如外资控股的公司。Eriksson(2005)也发现国有企业和私营企业的 CEO 变更概率与薪金是不一样的,外资控股的公司通常提供较高薪金给 CEO 以减小其代理成本,因此 CEO 非正常变更的概率也要比国有公司小得多。

本文通过系统检验对引言所提到的四个问题——作答。

① 指公司信息披露十分及时跟准确地被所有人知道

三、研究数据与指标说明

(一)数据来源

本文所采用的数据分为“中国上市公司董事长与总经理变更数据库”、股权结构数据库以及公司业绩数据库三类,第一类是通过对所涉及上市公司年报的整理、电话调研、以及与国泰安上市公司治理结构数据库相关数据的对照合并而成。我们将所有的变更按照国际惯例(Dedman, 2003; Defond, Hung, 2003; Neumann, Voetmann, 2004)划分为正常变更(routine-turnover)和非正常变更(nonroutine-turnover)。所谓正常变更是指与当事人自身公司管理行为或决策无关的因素导致其职位发生变化的情况,比如“退休”、“任期届满”、“大股东变更”、“健康状况不良”、“死亡”等;而非正常变更则指当事人的管理行为或决策直接或者间接影响其职位变动的情况。比如“工作变动”、“辞职”、“非到期解聘”、“个人原因”、“违规或犯罪”等。

而关于非正常变更的性质,我们根据高管人员变动以后的具体职位来决定,比如如果内部由“总经理”变为“董事长”或者变动到集团公司担任要职(董事长或总经理)或者进入政府要职(市长或市委书记)等我们认定为“升职”;如果调往母公司下的同级平行于公司任董事长或总经理我们认为是“平调”;类似地,如果由董事长变更为“总经理”或者离开公司并且没有高管人员的职衔或者“违规或犯罪”,我们认定为“降职”。

以下是1999~2003年中国上市公司董事长和总经理变更统计说明:

表1 中国1999~2003上市公司董事长/总经理(CEO)变更状况统计表

正常变更样本	董事长					
	1999 数量/百分比	2000 数量/百分比	2001 数量/百分比	2002 数量/百分比	2003 数量/百分比	1999~2003 数量/百分比
退休	30/13.04	13/5.53	23/8.78	10/3.97	14/5.88	90/7.40
3年任期届满	62/26.96	63/26.81	61/23.28	91/36.11	80/33.61	357/29.33
大股东变更	37/16.09	49/20.85	39/14.89	21/8.33	25/10.50	171/14.05
健康原因/死亡	10/4.35	6/2.55	8/3.05	6/2.38	10/4.20	40/3.29
临时代理 ^①	1/0.43	6/2.55	2/0.76	0/0.00	5/2.10	14/1.15
完善法人治理结构 ^②	8/3.48	8/3.40	17/6.49	12/4.76	6/2.52	51/4.19
小计	148/64.35	145/61.70	150/57.25	140/55.56	140/58.82	723/59.40
非正常变更样本						
升职	21/9.13	29/12.34	35/13.36	21/8.33	25/10.50	131/10.76
平调	17/7.39	18/7.66	27/10.31	19/7.54	18/7.56	99/8.13
降职	41/17.82	36/15.32	45/17.18	56/22.22	37/15.55	215/17.67
未说明	3/1.30	7/2.98	5/1.91	16/6.35	18/7.56	49/4.03
小计	73/35.65	90/38.30	112/42.75	112/44.44	98/41.18	494/40.60

① 临时代理指高管层在因公出国学习或到中央党校培训等情况而暂时将职务交由公司其他人担任的情况。

② 完善法人治理结构是1998年12月29日颁布的《中华人民共和国证券法》对上市公司要求“完善法人治理结构”,要求经营权和所有权相分离,董事长和总经理的职位应该由两个人分别担任。

正常变更样本

	1999	2000	2001	2002	2003	1999 ~ 2003
	数量/百分比	数量/百分比	数量/百分比	数量/百分比	数量/百分比	数量/百分比
退休	10/3.75	16/4.98	2/0.66	4/1.34	8/2.58	40/2.67
3 年任期届满	50/18.73	85/26.48	68/22.37	83/27.85	78/25.16	364/24.27
大股东变更	22/8.24	27/8.41	26/8.55	21/7.05	20/6.45	116/7.73
健康原因/死亡	14/5.24	9/2.80	10/3.29	10/3.36	12/3.87	55/3.67
临时代理	4/1.50	5/1.56	3/0.99	2/0.67	5/1.61	19/1.27
完善法人治理结构	61/22.85	66/20.56	46/15.13	27/9.06	23/7.42	223/14.87
小计	161/60.30	208/64.80	155/50.99	147/49.32	146/47.10	817/54.46

非正常变更样本

升职	33/12.36	41/12.77	60/19.74	57/19.13	57/18.39	248/16.53
平调	13/4.87	10/3.12	15/4.93	9/3.02	6/1.94	53/3.53
降职	58/21.72	60/18.69	64/21.05	63/21.15	56/18.06	301/20.07
未说明	2/0.75	2/0.62	10/3.29	22/7.38	45/14.52	81/5.40
小计	106/39.70	113/35.20	149/49.01	151/50.68	164/52.90	683/45.54

资料来源：中国 1999 ~ 2003 年上市公司董事长与总经理职位变更数据库

表 1 反映了 1999 ~ 2003 年五年间董事长和总经理的总体变更趋势,从样本的性质来看,正常变更与非正常变更的样本基本持平;而从时间上看,董事长和总经理的非正常变更比例都有一个逐年递增的趋势,董事长五年间上升 5.53%,总经理更是上升了 12.40%,这充分说明随着我国证券市场体制的改革和健全,总体上呈现出对上市公司的高层人员的关注和评价更加充分,直接影响公司运作和管理的总经理的非正常变动更是趋势明显。

(二)企业绩效指标以及行业调整业绩

在计算企业业绩指标时,我们考虑到行业之间是有差别的,垄断行业利润率比较高,而竞争激烈的行业利润率却比较低,董事长和总经理的个人能力是无法短期内影响到整个行业的平均利润率的。因此,根据 2002 年开始施行的 GBT4754 的行业分类法,我们将 1377 家样本公司的股票归为 13 个大类,计算出每年每个行业的业绩指标中值,再用公司相应的业绩指标减去该中值即得到用于实证分析的代表该公司业绩的指标。我们选取的业绩指标有代表公司会计业绩的总资产回报率 (ROA)、净资产回报率 (ROE)、每股收益 (EPS) 以及虚拟变量公司是否盈利 (NR),在进行实证分析时,由于当期的业绩可能是由于前一期决策释放出的效果,因此我们在考察高管层变更时也对一年前的业绩进行检验。

四、实证分析与检验

本部分是对引言所提出问题的检验,将分作四个部分进行,第一是检验影响董事长非正常职位变更的因素有哪些;第二是将上市公司分为国有和非国有两组,分别研究其影响总经理/CEO 的因素有何差异,这也为非国有公司的公司治理水平是否比国有公司更有效提供了依据;第三是通过验证纯 A 股公司和有外资控股的公司两类企业的总经理变更受业绩影响程度来分析这两类公司的治理有效性;第四是对董事长和总经理变更的 Granger 因果检验以及边际效应分析。

(一)董事长职位变动与公司绩效等因素的关系

本文只做董事长的非正常变更因素分析,是因为有学者已经对公司绩效对正常变更的样本进行了研究并发现两者之间没有显著相关性(Chang and Wong, 2004)。我们将被解释变量董事长的状态用0、1和2来表示,分别为“降职”、“不变或平调”、和“升职”。除了业绩变量以外,我们加入一些公司治理的控制变量,包括表示公司资本结构的资产负债比(CapitalS)、代表股权结构特征的控股股东持股比例(FirstP)、代表公司特征的资产规模(Lnsize^①)以及代表公司董事会结构和监管力度的外部董事数量(OutDirector)。由于被解释变量为有序离散变量,故采用 ordered probit model,具体回归模型如下:

$$Turnover = \beta_0 + \beta_1 Perf + \beta_2 CapitalS + \beta_3 FirstP + \beta_4 Lnsize + \beta_5 OutDirector + \beta_6 Dm_{1999} + \beta_7 Dm_{2000} + \beta_8 Dm_{2001} + \beta_9 Dm_{2002}$$

DM_t (t = 1999, ..., 2003) 表示年度的二元哑变量,是为控制不同年度对董事长的系统性影响。回归结果如表2所示。

表2 企业绩效等对董事长变更的影响因素分析

变量	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]
Capitals	-0.013 ** (-2.287)	-0.022 * (-1.758)	-0.009 * (-1.902)	-0.011 ** (-2.205)	-0.012 (-1.911)
Firstp	0.008 * (1.964)	0.011 * (1.840)	0.007 ** (2.241)	0.009 ** (2.476)	0.006 * (1.724)
Lnsize	0.171 *** (3.429)	0.164 *** (3.338)	0.182 *** (3.021)	0.159 *** (3.462)	0.241 *** (3.772)
OutDirector	-0.005 (-0.104)	-0.013 (-0.124)	-0.009 (-0.174)	-0.014 (-0.094)	-0.008 (-0.108)
ROA	0.012 * (1.926)				
ROA_1		0.015 ** (2.121)			
ROE			0.005 (1.355)		
ROE_1					
EPS				0.249 ** (2.324)	
DM_NR					
DM_NR_1					0.587 ** (2.384)
Observations	1740	1740	1740	1740	1740
LR index (Pseudo-R2)	0.329	0.292	0.307	0.287	0.265

注:括号中的数值为t检验值,*、**、***分别表示10%、5%、1%水平上的显著。

① 总资产取对数代表公司的规模大小

我们检验了所有变更发生当期的业绩变量对变更的影响,也对他们滞后一年的业绩变量作了多元分析,从中挑出了五组有代表性的结果。从表 2 来看,代表会计业绩的 ROA 与 DM_NR 以及 EPS 都跟董事长的非正常变更有显著正向关系,而滞后一年的业绩变量与变更的正相关性更加显著,这说明中国上市公司董事长的职位变更方向与公司业绩是紧密挂钩的。由于非正常变更董事长的样本绝大多数都是国家控股企业或者国有子公司,而国有企业董事长的任免权掌握在国有集团公司、母公司董事会或者政府的手中,这个结果也就说明国有公司的治理是比较有效的,基本反映了“公司绩效会影响职位变迁”的公司治理原则。此外,资产负债比也对董事长变更有显著影响,即资产负债比越高,公司面临破产的风险也越大,董事长降职的概率也就越大。公司对数资产规模与董事长变更显著正相关,这个结果应该这样理解:大公司一般都是关系国家产业命运的龙头企业,一般由政府任命,而掌控这样的大公司也容易受到各方面的监督,从而削弱董事长逆向选择的风险,而且大公司也容易出政绩,很多大型国有企业的老总都由于良好的政绩被选入政府部门担任要职,因此这两个变量之间的显著性很高。股权集中度与董事长变迁之间存在正向显著关系,这可能是因为在股权较为集中的企业,董事长对公司的决策和控制权的掌握所受到的阻力较小,因此执行推进决策能够更加坚决,企业绩效也能够对此有正向的反馈,因此反过来作用到董事长身上也为其升迁增添了砝码。

(二) 总经理职位变动与公司绩效等因素分析

与董事长的情况不同,国有企业和非国有企业的总经理所受到的激励约束可能是不一样的(Firth, Fung, Rui, 2004),因此评价其能力大小的指标也有可能存在差异。为了明确分组后的子样本其结构是否有显著差异,我们使用 Chow Test 对“国有”与“非国有”的回归系数是否相异进行 F 检验。如果发现两组的系数存在显著差异,那么这就为分组分别对这两类样本进行检验提供了依据。

根据 Chow Test 所设定的 F 统计量,其计算公式如下:

$$F_{chow-test} = \frac{\frac{ess_c - (ess_1 + ess_2)}{k}}{\frac{ess_1 + ess_2}{N_1 + N_2 - 2 * k}}$$

ess_1 和 ess_2 分别是用子样本 1 和 2 分别进行回归得到的残差平方和,ess_c 是合并子样本 1 和 2 的全样本回归后的残差平方和,k 是所需估计的参数个数,N_1 和 N_2 则分别是两个子样本的观测数,所得统计量服从 F(k, N_1 + N_2 - 2 * k) 分布。

通过计算得到根据第一大股东性质分组为“国有”和“非国有”上市公司的邹检验 F 统计量为① 1.953,而在 5% 的置信水平下,查 F 表得到临界值 F(6, 3482) = 2.101;在 10% 的置信水平下查 F 表得到临界值 F(6, 3482) = 1.776,从而拒绝了“模型在国有和非国有上市公司之间不存在结构性差异”的原假设,也就是说有必要分别对国有和非国有下影响总经理变更的因素做出分析。

表 3 是绩效等因素对总经理职位变动的影响分析,在检验影响总经理非正常变更的时候,我们加入了 sf40% 哑变量。当第一大股东持股比例等于或超过 40% 时,sf40% 值为 1,否则为 0。Sf40% 是股权集中度很重要的一个指标变量。

表 3 企业绩效等对总经理职位变动的影响因素分析

国有上市公司	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]
Capitals	0.012	0.008	0.006	0.003	0.004	0.008
	1.560	0.928	0.774	1.234	1.421	1.255

① 回归时的业绩变量选取当期 ROA,其他结果与此相似故略去不报。

国有上市公司	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]
Firstp	0.008	0.011 *	0.009	0.021 *	0.007	0.020 *
	1.563	1.744	1.526	1.847	1.395	1.921
sf40%	0.094 *	0.102 *	0.097 **	0.103 *	0.078	0.106 **
	1.822	1.921	2.071	1.782	1.245	2.344
Lnsiz	0.102 **	0.112 ***	0.099 **	0.095 ***	0.123 **	0.119 **
	2.442	2.234	2.583	2.284	2.221	2.312
OutDirector	0.002	0.003	0.002	-0.001	0.004	-0.000
	0.053	0.076	0.044	-0.043	-0.081	-0.057
ROA	0.018 **		0.008 **			
	2.312		2.573			
ROA_1		0.031 *	-0.005			
		1.913	-1.364			
RGE				0.006		
				1.244		
ROE_1				0.006 **		
				2.005		
EPS					1.455 **	
					2.450	
DM_NR						
DM_NR_1						0.238 **
						2.236
Observations	2107	2107	2107	2107	2107	2017
index(Pseudo-R2)	0.232	0.212	0.193	0.285	0.194	0.253

非国有上市公司	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]
Capitals	0.019 ***	0.021 ***	0.016 ***	0.009 **	0.022 ***	0.014 **
	2.781	2.788	2.844	2.245	2.735	2.392
Firstp	0.004	0.005	0.003	0.009	0.004	0.007
	0.149	0.210	0.192	0.315	0.231	0.125
sf40%	0.231	0.312 *	0.421 *	0.424 **	0.392 *	0.284

非国有上市公司	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]
	1.547	1.733	1.812	1.991	1.724	1.242
Lnsizes	0.210 ***	0.225 ***	0.192 ***	0.242 ***	0.249 ***	0.305 ***
	4.583	4.382	4.572	4.372	4.391	4.484
OutDirector	0.291	0.531	0.476	0.432	0.391	0.294
	0.928	0.838	1.231	1.372	1.483	1.379
ROA	0.032 *		0.115 *			
	1.821		1.725			
ROA_1		0.036 ***	0.122 **			
		3.276	2.329			
ROE				0.004		
				0.429		
ROE_1				0.008 **		
				2.249		
EPS					0.392 ***	0.449 **
					3.482	2.123
DM_NR						
DM_NR_1						
Observations	1387	1387	1387	1387	1387	1387
index(Pseudo-R2)	0.138	0.228	0.219	0.172	0.254	0.231

对比结果能明显看出,公司绩效对于总经理变更的正向激励的显著程度在非国有上市公司要比国有上市公司更高,而且这两类公司总经理变动对业绩的敏感度都要比董事长的变动对其的敏感度高,这也印证了我们的猜想,由于总经理直接负责公司日常经营,对公司业绩的影响也更为显著,反过来业绩的好坏也更大程度上关系着总经理的去留与升降。国有企业与私营企业不同在于,国有企业的总经理需要替国家或者考虑除了公司经济职能以外的其他职能,比如社会职能,国有企业不能像私营企业那样随意裁减职员、很多时候还要受到政府的干预比如贷款或担保以帮助其他的国有公司解困等,这些无疑阻碍了国有公司实现利润最大化的目标,总经理也不会只考虑公司的经济效益,因此业绩只是考察其能力的一个方面,或者说业绩指标考核其能力所占的权重小于私营企业中业绩占总经理考核体系的比例。

另外,滞后业绩变量要比当期业绩变量对总经理变更的影响更为显著,这也验证了我们关于评价总经理的业绩能力时,大多数决策人并不只看变更前短期内总经理的表现,而是综合期上一年度的平均业绩能力来考察,尽管无法排除一些由于总经理的重大决策失误在短期内造成公司极大损害而导致总经理降职的情况,但总体上还是滞后业绩变量对总经理的变更解释能力更强。

此外,除了公司规模对总经理职位的变更有显著正向关系外,在非国有上市公司样本中,资本结构

也与总经理变更存在比较显著的正相关关系,这与董事长的情况有所不同,这在中国是一个很有趣的现象,它背后的经济意义是,私营企业的董事会把总经理是否能够从银行借来资金作为总经理业绩的一项考核指标,由于国家政策对于私营企业贷款限制要比国有企业更加严格,导致很多私营企业因为缺乏资金支持而发展滞后缓慢,因此把贷款数额作为衡量非上市公司总经理的能力是理所当然的。股权集中度在 10% 的置信水平下对非国有上市公司总经理的变更没有显著影响,也就是说控股股东所占比例的大小无法影响总经理的职位变迁。

(三) 纯 A 股与外资持股的公司治理有效性分析

公司治理的效力很大程度上是由激励约束机制在多大程度上能够发挥作用决定的 (Hillier, Linn and McColgan, 2005, p. 516; Dedman, 2003, p. 33), 而公司绩效多大程度上决定管理人员的职位变更就成了衡量激励约束机制有效性的重要指标, 因此, 本文也是通过检测纯 A 股的公司与外资持股的公司之间绩效与总经理职位变更关系来看这两类公司的治理谁更有效。这也是考察外部监管是否对中国上市公司治理水平产生显著作用的论据之一。

同样, 我们采用 Chow Test 来验证分组依据的合理性, 根据公式计算得到 F 统计量值^①为 2.882, 在 1% 的置信水平下, 查 F 表得到临界值 $F(7, 3480) = 2.644$, 这说明纯 A 股与非纯 A 股的公司治理结构差异非常显著, 有必要将其分开进行检验分析。

我们根据第一大股东是否是外国投资者来划分纯 A 股和外资股, 回归模型如下:

$$\text{Turnover} = \beta_0 + \beta_1 \text{Perf} + \beta_2 \text{AGE} + \beta_3 \text{Capitals} + \beta_4 \text{FirstP} + \beta_5 \text{st40\%} + \beta_6 \text{Lnsize} + \beta_7 \text{OutDirector}$$

结果如表 4 所示:

表 4 纯 A 股与非纯 A 股公司治理有效性分析

	纯 A 股样本组					外资股样本组				
	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]
AGE	0.007	0.007	0.007	0.005	0.007	0.019	0.021	0.019	0.007	0.020
	0.810	0.791	0.777	0.554	0.815	0.548	0.600	0.537	0.191	0.559
Capitals	0.002**	0.002**	0.002**	0.002**	0.002**	0.004*	0.001	0.002	0.004**	0.003*
	2.304	2.370	2.252	2.482	2.769	1.901	0.226	1.461	2.310	1.772
Firstp	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	-0.035*	-0.036*	-0.035*	-0.045**	-0.037*
	0.036	0.052	0.067	0.057	0.016	-1.879	-1.934	-1.864	-2.353	-1.939
st40%	0.226**	0.220**	0.231**	0.164	0.209**	1.504**	1.519**	1.561**	1.760**	1.536
	2.251	2.191	2.300	1.595	2.081	2.195	2.223	2.252	2.540	2.241
Lnsize	0.288***	0.282***	0.299***	0.310***	0.269***	0.244	0.271	0.243	0.220	0.252
	4.581	4.469	4.803	4.981	4.244	1.352	1.504	1.349	1.207	1.387
OutDirector	0.022	0.017	0.019	0.015	0.019	0.064	0.047	0.059	0.055	0.054
	0.522	0.416	0.471	0.353	0.460	0.560	0.416	0.517	0.468	0.477

① 计算时仍然采用当期 ROA 作为业绩变量, 其他结果相似故略去不报。

	纯 A 股样本组					外资股样本组				
	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]
ROA	0.013 **					0.009				
	2.036					1.104				
ROA_1		0.019 **					-0.008			
		2.458					0.501			
ROE			0.000					0.011 *		
			0.513					1.914		
ROE_1			0.002 **					0.006		
			2.340					1.255		
EPS					0.442 ***					0.225
					3.401					0.525
DM_NR				0.184					0.206	
				1.167					0.405	
DM_NR_1				0.301 *					1.098 **	
				1.828					2.140	
Observations	3142	3142	3142	3142	3142	352	352	352	352	352
LR index(Pseudo-F2)	0.012	0.013	0.013	0.014	0.014	0.051	0.048	0.065	0.068	0.048

通过对比,我们发现一些值得思考的现象:

第一,纯 A 股上市公司反而比外资参股上市公司的治理效力要高,这是我们之前所未曾想到的,这说明外资并未给其进入持股的企业带去强有力的外部监控,并没有改进企业的激励约束机制,这背后的原因值得进一步研究。

第二,资本结构在两组都反映出与总经理变更的显著正相关性,这说明是否能从银行融到资金发展本企业已经成为考核总经理业绩的一项指标。

第三,股权集中度对纯 A 股的公司总经理变更没有显著影响,而对外资股公司总经理的变更则有负的显著影响,即外资所占控股比例越高,经理降职的概率会越高,这有可能是因为外资持股的公司引入了职业经理人制度,对经理的业绩衡量要求更严,倘若业绩维持良好也不能够升任董事长,而当业绩受人为因素变糟糕时,职业经理人就有被替换下岗的威胁。

第四,两组样本都显示总经理在股权集中的公司要比在股权分散的公司更容易得到晋升;而外资控股的公司其资产规模不会显著影响总经理职位变动的概率,这也显示了外资控股公司的公司治理内部性因素与国内投资者持股公司的差别。

(四) Granger 检验与边际效应分析

中国国有企业与外国上市公司在对总经理的任命上有显著差异。国外普遍实行职业经理人制度,董事会制定严格标准找猎头公司对总经理的人选进行筛选确定,而且董事长一般不会变化;但在中国国有上市公司,董事长一般由政府派出代表进行管理,而总经理的任命则是董事长组阁时要考虑的最重要的事务之一,因此董事长与总经理之间有很强的连带关系。于是有两种观点,第一种是董事长如果被换掉,新上任的董事长是不大可能将降职董事长的旧部留在身边继续工作,总经理也会相应的被裁掉。第二种是说很多中国上市公司的总经理实际上是公司的实际控制者,他们的个人权力有时候甚至超过了整个董事会,因此,如果总经理被换,董事长也将由董事会重新改选。为了验证这两种情况哪种更符合中国的现状,我们对董事长和总经理变更作了 Granger 检验,将所有变更样本剔除掉董事长与

总经理由一人兼任的情况并且只考察这两者变与不变得情况下,我们发现了如下结果:

表 5 中国上市公司董事长与总经理职位变更的 Granger 因果检验

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
Chairman does not Granger Cause CEO	3491	7.87694	0.00039
CEO does not Granger Cause Chairman		1.05489	0.34834

结果表明:在 1% 的置信水平下,我们无法拒绝总经理的变更不会 Granger 导致董事长变更,但我们可以拒绝董事长的变更不会 Granger 导致总经理的变更,也就是说,董事长的变更会引发总经理的变更这一结论得到了数据的支持,在中国整体的企业董事长的前途命运将直接影响总经理的职位变动。

最后,我们将注意力集中到国有上市公司,把所有样本按照公司业绩指标 ROA 从高到低分成四组,第一组是业绩最好的前 25% 的公司,最后一组是业绩最糟的 25% 的公司。我们加入 12 个行业和 4 个年度的控制变量来检测不同业绩的公司业绩对于董事长与总经理职位变更的概率的敏感度,而三种不同状态的概率和边际效用的计算都是以该组平均 ROA 为条件来进行的。结果如表 6 所示:

表 6 ROA 对国有上市公司董事长与总经理变更概率的边际效应分析

董事长							
样本数:	ROA 均值	Prob. (y = 0 x) (%)	Prob. (y = 1 x) (%)	Prob. (y = 2 x) (%)	M. E. of y = 0 (%)	M. E. of y = 1 (%)	M. E. of y = 2 (%)
1832							
第一组	8.1422	5.81	91.35	3.64	-0.17	0.05	0.12
第二组	4.2673	6.48	90.71	3.19	-0.19	0.08	0.11
第三组	2.3657	6.85	90.37	2.99	-0.19	0.09	0.10
第四组	-3.8976	8.37	88.90	2.50	-0.22	0.14	0.09
全体样本	2.7147	6.88	90.33	3.08	-0.19	0.09	0.10

总经理							
样本数:	ROA 均值	Prob. (y = 0 x) (%)	Prob. (y = 1 x) (%)	Prob. (y = 2 x) (%)	M. E. of y = 0 (%)	M. E. of y = 1 (%)	M. E. of y = 2 (%)
2289							
第一组	7.7864	4.63	86.27	9.10	-0.05	-0.04	0.09
第二组	4.0560	4.83	86.40	8.77	-0.05	-0.03	0.09
第三组	1.9627	4.95	86.47	8.59	-0.06	-0.03	0.09
第四组	-4.8948	5.43	86.48	8.08	-0.06	-0.02	0.08
全体样本	2.2284	4.96	86.37	8.63	-0.06	-0.03	0.09

从表 6 可以得到以下两个有意义的结论:

第一,无论董事长或者总经理都反映出一个共同的趋势,那就是业绩越差,降职的概率就越大,而得以升迁的概率也就越小。也就是说,即使是一个有能力的董事长或者总经理,如果被放逐到一个业绩原本很差的公司,那么即便他再努力也难以得到升迁,至多能够维持原状;相反如果一个能力一般的管理人员身处业绩原本较好的公司,那么他也更容易得到晋升。这个情况在董事长的样本组反映更显著,业绩越差,甚至要维持现有的位置不变也相当比较困难。

第二,我们来看边际效用分析,也就是业绩每改善 1 个单位,董事长或者总经理晋升的概率能够变化多少。结果显示,对于董事长来说,身处不同的业绩组,在做出同样贡献的情况下,自身职位变动的边际概率是不一样的。业绩较好的样本组,每提高 1 个单位的 ROA,则降职的边际概率要小于业绩较差

的样本组,但升职的边际概率要高于业绩较差的样本组,而职位平调或不变的边际概率在业绩较差的样本组会远远高于业绩较好的样本组。这种情况在总经理的样本结果中不太明显。该结论揭示了政府或者母公司考察上市公司董事长时也会基于公司当前的业绩水平总量,导致这种现象的根源有可能来自人的预期。对于一个质地优良的上市公司,人们往往对它的要求更高,期望更大,如果董事长无法满足投资者或者决策人的高要求,即使公司业绩有所增长,但也有可能得到降职的命运;而在那些业绩本身较差的公司,ROA 的变化即便与业绩较好公司的相同,董事长能够维持其职位不变的概率变化也要比在业绩好的公司要大得多。

五、结 论

本文主要就影响中国上市公司董事长和总经理的变更因素进行了实证分析,通过检测业绩指标对变更概率的显著影响程度,得到了不同性质的上市公司其公司治理的有效性差别。本文区别于其他 CEO 变动与公司业绩关系研究的文献在于:将国有企业的董事长变更纳入到考察范围中来,并将董事长与总经理的变动状态区分为“升职”、“平调或者不变”以及“降职”三种状态,而非一般的“变”与“不变”两种状态,这样更有利于分析考证公司对高管人员激励约束机制的有效性。

通过检验发现,上市公司的业绩跟董事长和总经理的变更有正向显著关系;国有企业与私营企业在考察总经理的经营能力时所基于的指标是有差异的,比如私营企业就将融资贷款数额作为总经理职位变动很重要的一个考核指标;外资的进入并不一定能够带来有效的外部监管,强化公司激励约束机制,外资控股的公司与国有企业在对经理能力的考核标准上有可能存在差异;中国上市公司的董事长与总经理有连带关系,董事长的变更会 Granger 导致总经理的变更,反之不成立;不同业绩好坏的公司其考核和要求董事长或总经理的标准也是不同的,相对来说,在业绩本身就很好的公司会对董事长的要求更苛刻一些,而在业绩比较差的公司,在业绩上取得同样的成绩,维持董事长职位不变的边际概率变动量会比在业绩本身较好的公司增加很多。

总的来说,我国上市公司高层管理人员的职位变动是与公司业绩相挂钩的,在国有、民营、外资控股等不同性质的公司其考核高层人员业绩的指标有所差异。从国有与非国有公司的对比来看,公司绩效对非国有公司高层人员变更的正向激励的影响要比国有更加显著,也就是说公司治理有效性在非国有公司表现得更好。而政府今后的工作,则在于如何引入更加有效的激励约束机制,加强高层人员职务变动、薪酬等对公司业绩的敏感度,从而提高国有企业公司治理的有效性水平。

参 考 文 献

- [1] 孙永祥、黄祖辉, 1999,《上市公司的股权结构与绩效》,《经济研究》1999 年第 12 期, 23 - 30。
- [2] 吴淑琨、柏杰、席西民, 1998,《董事长与总经理两职的分离与合一——中国上市公司实证分析》,《经济研究》1998 年第 8 期,第 21 - 28 页。
- [3] Coughlan, A. T. and R. M. Schmidt, 1984, "Executive compensation, management turnover and firm performance: An empirical investigation", *Journal of Accounting & Economics* Vol. 7, 115 - 129.
- [4] David, Hillier, Scott, C., Linn, and Patrick, McColgan, 2005, "Equity Issuance, CEO turnover and corporate governance", *European Financial Management*, Vol. 11, No. 4, 515 - 538.
- [5] Defond, Mark L., and Mingyi Hung, 2004, "Investor Protection and Corporate Governance: Evidence from Worldwide CEO Turnover", *Journal of Accounting Research*, 42, 269 - 312.
- [6] Edward, Fee, and Charles, J., Hadlock, 2000, "Management Turnover and Product Market Competition: Empirical Evidence from the U. S. Newspaper Industry", *The Journal of Business*, Vol. 73, No. 2. pp. 205 - 243.
- [7] Elisabeth, Dedman, 2003, "Executive turnover in UK firms: the impact of Cadbury". *Accounting and Business Research*, Vol. 33, 33 - 50
- [8] Engel, Ellen, Hayes, Rachel, M., and Wang, Xue, 2003, "CEO turnover and properties of accounting information",

- [9] Eric, C. Chang, Sonia, M. L. Wong, 2004, "Chief Executive Officer Turnovers and the Performance of China's Listed Enterprises", *Working paper*, Hong Kong Institute of Economics and Business Strategy and the University of Hong Kong.
- [10] Farrell, Kathleen, A., and Whidbee, David, A., 2003, "Impact of firm performance expectations on CEO turnover and replacement decisions", *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 36 Issue 1 – 3, p165.
- [11] Firth, M., Fung, P. and Rui, O, 2004, "Firm performance, governance structure, and top Management turnover in a transitional economy", *Working paper*, The Chinese University of Hong Kong.
- [12] Gibson, M., 2003, "Is corporate governance ineffective in emerging markets?", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 231 – 250.
- [13] Giorgio, Brunello, Clara, Graziano, and Bruno, M., Parigi, 2003, "CEO turnover in insider-dominated boards: The Italian case", *Journal of Banking & Finance*, 27, 1027 – 1051.
- [14] Gongmeng, Chen, Michael, Firth, Daniel, N., Gao, and Oliver, M., Rui, 2005, "Is China's securities regulatory agency a toothless tiger? Evidence from enforcement actions", *Journal of Accounting and Public Policy*, 24, 451 – 488.
- [15] Goyal, V. and Park, C., 2002, "Board leadership structure and CEO turnover", *Journal of Corporate Finance*, 8, 49 – 66.
- [16] Huson, M., Parrino, R., and Starks, L., 2001, "Internal monitoring mechanisms and CEO turnover: a long-term perspective", *Journal of Finance*, 56, 2265 – 2297.
- [17] James, Jinho, Chang, and Hyun-Han, Shin, 2006, "Governance System Effectiveness Following the Crisis: the case of Korean business group headquarters", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 14 Issue 2, 73 – 143.
- [18] Jun-koo Kang, Anli Shivdasani, 1995, "Firm performance, corporate governance, and top executive turnover in Japan", *Journal of Financial Economics*, 38, 29 – 58.
- [19] Mette Lauster, CEO turnover, 2000, "Firm performance and corporate governance: empirical evidence on Danish firms", *International Journal of Industrial Organization*, 20, 391 – 414.
- [20] Renneboog, L, 2000, "Ownership, managerial control, and the governance of companies listed on the Brussels stock exchange", *Journal of Banking and Finance*, 24, 1959 – 1995.
- [21] Robert, Neumann, and Torben, Voetmann, 2005, "Top Executive Turnovers: Separating Decision and Control Rights", *Managerial & Decision Economics*, Vol. 26 Issue 1, p25 – 37.
- [22] Sam, Allgood, and Kathleen, A., Farrell, 2000, "The Effect of CEO Tenure on the Relation Between Firm Performance and Turnover", *The Journal of Financial Research*, Vol. XXIII, No. 3, Pages 373 – 390.
- [23] Takao, Kato, and Cheryl, Long, 2005, "CEO Turnover, Firm Performance, and Enterprise Reform in China: Evidence from New Micro Data", *Discussing paper series*, APEC Study Center, Columbia University.
- [24] Tor, Eriksson, 2005, "Managerial pay and executive turnover in the Czech and Slovak Republics", *Economics of Transition*, Volume 13 (4), 659 677.
- [25] Warner, J., R. Watts and K. Wruck, 1988, "Stock prices and top management changes", *Journal of Financial Economics*, 20, 461 – 492.
- [26] Weisbach, M, 1988, "Outside directors and CEO turnover", *Journal of Financial Economics*, 20, 431 – 460.

Abstract: This article studies the turnover of chairman and general manager/CEO in Chinese listed companies from 1999 to 2003. Several factors such as firm performance, ownership structure, and firm property are tested to identify if there is significant relation between top management turnover and them. The result shows that firm performance does significantly affect the decision of chairman and general manger's turnover statue. The property of the companies would influence the criterion to judge whether they should promote or demote. Additionally, we discovered that the decision makers would consider the company's historical performance when they make out the qualification criteria to the chairman or general manger/CEO.

Key words: top management, firm performance, turnover, Chow test