

[文章编号] 1672-7320(2010)06-0877-04

公司业绩与高管变更的关系研究

梁 芸

[摘 要] 将公司高管变更分为董事长与总经理同时变更、董事长单独变更与总经理单独变更三种,董事长与总经理同时变更与净利润资产收益率、主营业务资产收益率均有显著的负相关关系,而董事长与总经理的单独变更在无外部审计时才和净利润资产收益负相关。

[关键词] 高管变更;公司业绩;审计意见

[中图分类号] F276.6 [文献标识码] A

有效的高管变更机制是衡量公司治理是否完善的一个重要标准。观察公司高管变化是研究公司内部治理机制或者外部治理机制效果的切入点。一方面,董事会负责选聘公司需要的经理人才,同时通过设计激励契约保证经理人最大程度发挥自己的经营才能;另一方面通过公司业绩对经理人能力和努力水平进行评价,适时替换那些能力不适应公司发展需要和不努力的经理。CEO变更已经成为现代公司治理机制的重要组成部分。所以,我们把高管变更分为董事长与总经理同时变更、董事长单独变更、总经理单独变更三种不同的变更类型来考察高管变更与公司业绩的关系。

一、理论分析

Jensen 认为:在委托代理的框架内,代理关系指的是一个或多个人(委托人)通过授予另一个人(代理人)部分决策权等方式,约定代理人提供某些服务以维护委托人利益的合同。但是,由于委托人和代理人都追求各自利益最大化,两者的利益发生偏差,导致代理问题的出现。股东与经理之间通过签订契约实现了公司资产的运营,股东是出资人,也是委托人,而经理则是代理人,受股东委托经营资产,在股东与经理之间构成了典型的委托代理关系。在这种委托代理关系中,管理人员追求的是自身经济利益或者其他利益,而股东追求的是股东财富,故所有者与管理者之间存在着利益上的冲突,这就是所谓的代理问题。Jensen and Meckling(1976)在文章中随后提出由于负债是公司必须偿还的资金,如果资不偿债可能导致公司破产。所以,负债的存在可以有效降低代理成本,约束经理人。

威廉姆森则认为:公司是各种交易合同的耦合体。他“不把公司当作一种生产函数,而是认为,更实用的做法是把公司作为一种治理结构来看待”,这也就有了公司控制机制的产生。公司的控制机制包括内部控制机制,如董事会和监事会的监督、内部管理人员之间的相互监督,以及公司外部控制机制,如股票价格的波动、控制权的斗争和兼并收购等。在内部控制机制中,尤以董事会的监督为最重要的控制机制。当公司所有权与控制权相分离时,董事会代表股东行使股权,而董事会将管理和经营资产的权力授予经理人。当委托人与代理人的利益产生矛盾时,董事会监督职能的有效发挥将起到降低代理成本的作用。董事会可以通过任免高管人员,或者奖惩高管人员起到监督和激励的作用。

Hart, Grossman 和 Moore 的产权理论认为,由于现实世界的不确定性和契约的第三方不可证实性,交易双方不可能在事前缔结一个覆盖全部可能情况的完全合约。当出现未预见的事情后,就可能出

现一方侵占另一方专用性投资产生的准租金的机会主义行为,从而造成效率损失。所以,“剩于控制权”的事前配制是重要的。国有公司的所有者范畴太大,甚至“缺位”。所以,公司的剩余控制权实际上完全掌握在代理人的手中而不是一种相机制衡,这种体制不可能对代理人进行有效监督,效率也是很低的。

我国作为转型经济体(Transitional Economy)有独特的制度环境,从公司的外部环境上看,我国资本市场并不发达,公司融资投资渠道有限,并构机制并不活跃,监管力度、法律体系对投资者保护的力度不强。从公司内部环境上看,我们上市公司多是国有公司,存在多重委托代理关系,并不一定是西方文献所描述的董事会与经理层的监督与被监督关系。民营公司虽然在产权归属上界定清晰,但仍然存在很多问题。在西方经典理论框架内研究我国公司,必须考虑到我国的制度环境。

二、模型设计与分析

研究高管变更的文献中,或者把“高管”定义为董事长,或者把“高管”定义为总经理,或者把这两个职位发生的变更都看作高管变更。在变更的类型上,有两种高层更换的类型,是学者们普遍使用的:第一种方法是不将高层更换划分成正常的或强迫的抑或预期的或非预期的,高层更换就是在 CEO、总经理、董事长这些高级管理人员位置上的人员变动,甚至不考虑新的接替者是否以前曾供职于这家公司;第二种高层更换类型的方法是把高管变更定义为“自愿变更”和“非自愿变更”。这种方法被学者们广泛采用。

很多上市公司的经营其实是由董事长负责,董事长和总经理均属“高管”。考虑到一些公司董事会与经理层不是监督与被监督的关系而同属一个管理团队,我们把高管分为董事长与总经理同时变更、董事长单独变更和总经理单独变更三种,并探讨这三种变更方式存在的差异。在变更类别上,虽然“自愿变更”和“非自愿变更”与公司业绩的关系不一样,但由于上市公司对高管变更原因的披露往往比较含蓄,很难判断高管变更是“自愿”或“非自愿”。并且,选择不同的标准判断“自愿”和“非自愿”得出的结论也不尽相同。基于此,我们简单地把高管离职年龄大于 60 岁的变更作为“自愿变更”处理。

虽然会计指标和市场价值都被学者们用于研究高管变更,但在我国由于市场并不是充分有效,加上市场被分割成不可流通的国有股和法人股,以及可以自由转让的流通股,使得股票价格难以反映公司的真实价值。而会计指标,尤其是会计利润指标由于计算的简便性、评价绩效的综合性等优点,成为大量公司考核经营者业绩的优先选择指标。财政部推荐的评价公司绩效的指标体系中,财务效益状况(其中包括总资产收益率和净资产收益率)被作为最重要的指标。笔者选择资产收益率(ROA)和主营业务资产收益率(OROA)作为公司业绩的衡量指标。

主要变量的定义如下:

P(turnover): 如果当年没有发生高管变更取 0, 董事长与总经理同时变更取 1, 董事长单独变更取 2, 总经理单独变更取 3。如果去年年报公布的高管为甲, 今年年报中高管为乙, 我们则把今年作为高管发生变更的年份。

Roa(资产收益率): 年末净利润比年末总资产

Oroa(主营业务收益率): 主营业务利润比年末总资产

Dirceo(高管特征): 如果董事长与总理由同一人兼任取值 1

Owner(所有者特征): 如果第一大股东为民营所有, 定义 Owner=1。

Auditor(外部监管): 在对数据的分析中, 发现被出具否定审计意见的公司当年更换高管人员的比例高达 48.5%, 如果分析模型中不包含这一变量可能产生遗漏变量错误。将把这一指标纳入回归方程。会分析如果不考虑这一项可能导致的错误结论。定义如果公司当年的财务报告被出具非“标准无保留意见”则取值为 1, 其他为 0。

我们在把三种变动类型的 ROA、OROA 考察它们在业绩上是否存在差异。从中可以看出董事长与总经理同时变更的观测具有最小的 Roa 和 Oroa。但不同行业不同年份的 Roa 和 Oroa 本身就存在差异, 这削弱了它们之间的可比性。我们再对 ROA、OROA 进行行业和年度调整。以 2001 年为基点, 调整方法为调

整后公司业绩=(公司当年业绩-行业中位数)-(该年行业中位数-该行业 2001 年中位数)

相关数据分析可见董事长与总经理同时变更仍然具有最小的均值和中位数。我们可以直观地认为,这种变更与经营业绩的低下最相关。董事长与总经理的单独变更在中值和均值上也比没有变更的观测要差。为了比较三种变更类型业绩差异的显著性,我们又对它们的均值和中位数进行检验。均值采用 T 检验,中位数采用 Mann-Whitney 检验。

在四个统计量上与其他组别的差距都很显著。在总体上可以代表公司业绩的下滑。因为与资产收益率相比难以被操纵的主营业务资产收益率在董事长于总经理同时变更的样本上也比其他要差。当董事长单独变更时,两个净利润资产收益率统计量在均值与中值上也比没有变更的要差。但在两个主营业务资产收益的统计量上却差别不显著。但导致净利润资产收益率下降的原因很多,还很难说明他们的变更是不是与经营业绩相关。当总经理单独变更时,四个统计量在中值上显著比没有变更的要差,但在均值的比较上却不显著。对于这种变更与公司业绩的联系,也只有在控制一些其他相关变量后才能加以说明。董事长与总经理的单独变更的差别在四个统计量上却不显著。这可能是因为董事长与总经理单独变更的影响因素很多,而不象董事长与总经理同时变更那样与业绩负相关。

按业绩排序后可见,董事长与总经理的同时变更基本上是另外两种变更之和。即使去掉年龄大于 60 岁的变更仍然如此。K-W 检验的 P 值告诉我们,董事长与总经理同时变更的观测在 anroa 和 anoroa 上都不服从均匀分布,这种变更方式的分布比较极端,当公司业绩低下时这种变更方式发生的概率很大。而董事长单独变更与总经理单独变更则分布较为均匀。从数量上看,当公司业绩不是最差时,总经理的单独变更是主要的变更方式。在没有变更的观测上,以 anoroa 分组时没有变更的样本服从均匀分布,这也说明高管变更对 roa 比 orea 更为敏感。

三、Multinomial logit 回归分析和稳健性分析

为了进一步说明我们描述性统计中发现的一些结论,我们采用 multinomial logit 模型研究三种不同变更方式与经营业绩的关系。以当年董事长和总经理都没有发生变更的观测为参照。我们选取 anroa 和 anoroa 为业绩变量。multinomial logit 回归结果(限于篇幅,省略)可以说明几个问题:

- 1. 当不考虑会计报表的年度审计意见时,三种变更方式均与 anroa 的降低相关联。这与我国现有的研究结论相同。
- 2. 除了董事长与总经理同时变更外,另外两种变更方式与 anoroa 并不相关。回归结果与描述性分析一致,即董事长与总经理单独变更的观测在 anoroa 上与没有变更的样本没有显著的差异。这也说明 roa 对高管变更有更强的约束作用。
- 3. 当考虑年度报表的审计意见时,除了董事长与总经理同时变更的观测在两种业绩的衡量方式上继续显著外,董事长与总经理的单独变更在与业绩的关系均不显著。而审计意见则表现出对高管变更的制约性。我们认为,被出具非标准无保留审计的观测在业绩上本来就比较差,所以在不考虑审计意见,时董事长与总经理的单独变更尚能与业绩有显著的负相关关系。加进审计意见后的回归结果可以说明,对于董事长与总经理的单独变更,审计意见才是最重要的制约因素而不是业绩。传统文献中忽略了这一点,我们认为他们的结论并不可靠。

4. 董事长与总经理的单独变更与业绩的负相关关系在所有模型中都通过统计学检验,这说明他们真正代表了业绩的下降。这种变更方式与其他变更方式有所不同,把它们混合考虑并不稳健。

关于高管变更与经验业绩关系的现有文献往往或对董事长变更进行研究,或是对总经理变更进行研究或是同时加以考虑,并没有把董事长与总经理的同时变更加以着重考虑。我们再按照传统的方法研究高管变更与经营业绩的关系。将会使我们的研究与现有文献更具可比性。

只按照董事长变更与总经理变更做 logit 回归后,我们发现不管是否考虑审计意见,高管变更都与经营业绩负相关。这与我们在剔除董事长与总经理同时变更的观测所得到的结论不一致。认为此时的

负相关关系是由董事长与总经理同时变更的观测所贡献。结果不但不与已有实证结果矛盾,反而能把一些不一致的结论糅合起来。影响高管变更的因素很多,模型只包括一部分,可能存在内生性及遗漏变量问题。为了使结论更加可靠,采用 Varouj A. Aivazian(2005)的方法同时使用固定效益和随机效益模型对模型可能存在的内生性及遗漏变量问题进行控制。

通过固定效应随机效应模型,发现董事长与总经理同时变更的观测仍然与公司业绩显著负相关,而董事长与总经理单独变更的观测只与审计意见正相关,与经验业绩的关系并不显著,这说明 Multinomial logit 回归结果是可靠的,用高管变更上一年度的 *anroa* 和 *anoroa* 为解释变量进行回归分析,但回归结果主要变量系数的符号和显著性均保持不变。

四、结 论

在把高管变更类型分为董事长总经理同时变更、董事长单独变更总经理单独变更后我们发现董事长与总经理同时变更的观测与经营业绩低下的关系最为显著,在考虑了审计意见后这一结论仍然不变。而董事长和总经理的单独变更在不考虑审计意见时表现出与净利润资产收益率的负相关,与主营业务资产收益率关系不大。而在本质上,真正对董事长与总经理单独变更起到制约作用的不是经营业绩而是审计意见。虽然董事长与总经理的单独变更与经营业绩关系不大,如果不考虑董事长与总经理同时变更,董事长与总经理的变更却又表现出与经营显著的负相关关系。这说明与公司业绩下降联系最密切的影响因素是董事长与总经理的同时变更。我们的发现还说明传统文献不考虑董事长与总经理同时变更,或不考虑外部监督机制对高管变更的影响得出的结论可能并不准确。

[参 考 文 献]

- [1] 赵 山:《中国上市公司高层更换实证研究》,载《改革》2001 年第 6 期。
- [2] 龚玉池:《公司绩效与高层更换》,载《经济研究》2001 年第 10 期。
- [3] 徐晓东、陈小悦:《第一大股东对公司治理、公司业绩的影响分析》,载《经济研究》2003 年第 2 期。
- [4] 林浚清、黄祖辉、孙永祥:《高管团队内薪酬差距、公司绩效和治理结构》,载《经济研究》2003 年第 4 期。

(责任编辑 于华东)

Relations between Achievements and Higher Managers Changes in Companies

Liang Yun

(School of Finance & Banking Renmin University of China, Beijing 100872, China)

Abstract: The changes of higher managers can be divided into 3 changes: the changes of board chairman and manager in chief at the same time, the changes of board chairman and that of manager in chief. The changes of board chairman and manager in chief at the same time relates closely to the the pure profit margin of capital income and chief managing business capital income. And the single change of board chairman and manager in chief can relates the pure profit margin of capital income only at the time when the outer audit idea is not concerned.

Key words: higher manager change; company achievement; audit idea