

上市公司高层管理人员监控的有效性研究

陈亮

(广东金融学院工商管理研究所)

摘要: 政府作为国有企业的出资人和国有产权的代理人,将政府机构控股转移到国有企业控股,并通过法规和准则来加强公司治理,以此来提高对上市公司监控的有效性。由此,使用公司业绩作为上述2项措施发挥监控作用的替代变量,实证分析其对上市公司监控的有效性。研究表明,国有企业控股公司比政府机构控股公司更能监控高层管理人员;同时,高层管理人员的变更对公司业绩有较高的敏感性,但公司治理机制并没有对公司高层管理人员变更与公司业绩的敏感性产生重大影响。在我国,上市公司由于业绩欠佳而更换高层管理人员时,对控股股东的激励比公司治理机制更重要。

关键词: 股东身份; 治理机制; 高层管理人员变更; 监控

中图分类号: C93 **文献标识码:** A **文章编号:** 1672-884X(2012)05-0699-07

Effective Monitoring of Senior Management in Listed Companies

CHEN Liang

(Guangdong University of Finance, Guangzhou, China)

Abstract: Effective monitoring of the senior management of listed companies is one of the important issues of human resource management. Effective monitoring the senior executives of listed companies helps to improve the efficiency of the company's operations. Government agencies are the investors of the state-owned enterprises and the agent of state-owned property. Transferring to state-owned enterprises holding and strengthening corporate governance via regulations and guidelines improves the effectiveness of the monitoring in listed companies. As a result, the performance of the company plays a monitoring role of proxy variables as the above two measures, and this paper makes the empirical analysis of the effectiveness of its monitoring in listed companies. Studies have shown that government share-holding is a better for effective monitoring the senior executives and corporate performance is sensitive to change of top management. When changing top management for bad performance, motivation of share-holders is more important than corporate government mechanisms.

Key words: shareholder; governance mechanisms; executives change; monitoring

1 研究背景

在我国,上市公司中的国有企业按照股东身份的不同可分为以下3类^[1]:①国有股。国有股由国家股和国家法人股组成。其中,国家股指有权代表国家投资的部门或机构以国有资产向公司投资形成的股份,包括以公司现有国有资产折算成的股份,本研究中将国家股称为政府机构控股(G_{as});国家法人股是指具有法人资格的国有企业、事业单位以及其他单位以其

依法占用的法人资产向独立于自己的股份公司出资形成或依法定程序获取的股份,本研究中将国有法人股称为国有企业控股(S_{oes})。②法人股(L_p)。法人股是由国内公司和其他非个人实体持股,如集体企业、民营企业、非银行金融机构等。虽然法人股是混合所有制结构(既有私人也有政府的股份),其中大部分仍然是由政府直接或间接控制的。③个人股。个人股主要是指由投资分散的公众持有的股份。国有股和法人股的大部分不能在股票市场流通,个人股

可以在二级市场上自由交易。为了确保国家控制,政府限制个人股不超过总股本的30%。换言之,国家仍然控制着多数上市公司60%以上的股本,或者通过政府机构和国有企业持有国家股,或间接通过法人股控股。

为了更好地监控国有上市公司,我国政府在21世纪初采取了2项重要措施:①将国有股的所有权从政府机构直接控股转移给以公司形式存在的国有企业控股。此项措施旨在实现所有权和经营权相分离,实现计划指令性生产向企业营利性生产的转变。其结果是国有企业有更大的经营自主权,政府机构则可用经营业绩考核和监督国有企业高层管理人员的受托责任,由直接控制转变为间接控制,明晰了责、权、利之间的关系。②通过法规和准则加强对上市公司的治理机制。具体表现为通过法律的形式,规定上市公司的董事会主席与高层管理人员职位必须分离,以及设立独立董事。目前,这2项措施的实施能否提高上市公司监控的有效性仍不是很明确。对于第1项措施而言,国有股的转移已被证明有利于公司业绩,即由国有企业控股公司的业绩显著好于由政府机构直接控股的公司^[2]。然而,国有企业控股公司良好的业绩或积极的市场反应与国有企业更好的管理能力或运营的机制有关,其良好的表现是否同国有企业在公司治理方面比政府机构更具效率仍还不确定。对于第2项措施而言,加强公司治理机制,已在西方国家被证明有利于改善企业管理人员的监管^[3]。在我国,公司治理机制也被证实能够提高公司的市场价值^[4]。然而,众所周知,治理机制的有效性取决于既定的机构,如投资银行、监管机构、司法机关等^[5]。由于目前我国经济发展正处于转型期,治理机制是否提高上市公司的监控效用也还并不确定。在以往的相关研究中,SUN等^[1]比较了国有控股公司和法人控股公司的不同,但却没有区分国有股股东的类型。FIRTH等^[6]和KATO等^[7]检验了国有股股东与法人股股东在变更高层管理人员时业绩敏感性的差异,但也没有把国有股股东分解成政府机构控股和国有企业控股。

由此,本研究根据上市公司高层管理人员(简称高管人员)变更对公司业绩的敏感性,作为国有股股东和公司治理机制对国有上市公司监控作用的替代变量进行有关研究。在本研究中,高管人员主要是指企业中担任总经理、副总经理等高层管理职位的人员。基于从中国上市

公司收集的2000~2005年高管人员变动的样本中,本研究发现不同股东类型中,高管人员变更与公司业绩变化两者之间呈如下关系:在经营业绩不佳的上市公司更换高管人员中,政府机构控股上市公司的敏感性低于国有企业和法人控股上市公司,但敏感性不影响公司治理机制的存在。这说明,以市场为导向的国有企业控股比政府机构直接控股,对于业绩表现欠佳的上市公司更换高管人员有更好的激励作用。由此可以说明,对于我国上市公司而言,股东的身份在很大程度上主导着公司治理机制。

2 研究假设

2.1 上市公司国有股股东和高管人员监控

一般而言,国有企业控股上市公司大都采取直接控制上市公司董事会的方式来监控高管人员的行为^[8]。陈璇等^[9]指出,大约70%的国有企业控股上市公司的董事会主席,同时也是其控股母公司的董事会主席。类似的现象,在政府机构控股的上市公司中只占16%。由此,国有企业控股上市公司比政府机构控股上市公司有较强的动机监督高管人员。

以往的研究还表明,高管人员的变更与企业业绩指标之间总体呈负相关关系^[10]。朱琪^[11]的研究发现,在国有控股上市公司中,高管人员的变更与公司绩效之间的联系较弱。鉴于此,可以认为如果国有企业控股上市公司比政府机构控股上市公司更能发挥有效的监督作用,那么两者应在高管人员变更与公司业绩的敏感性方面也存在差异性。由此,提出以下假设:

假设1 以市场为导向的国有企业控股上市公司,其高管人员变更与公司业绩之间的敏感性高于政府机构控股上市公司。

2.2 上市公司治理机制与高管人员监控

总体来说,公司治理机制一般会提高因公司业绩不佳而更换高管人员的敏感性。GOYAL等^[12]认为,在首席执行官兼任董事会主席的公司中,高管人员变更对公司业绩影响的敏感性较弱。这主要是因为董事会的规模可能影响因公司业绩不佳而更换高管人员决策的实施。此外,WEISBACH^[13]则发现,在对公司高管人员的监督中,外部董事往往比内部董事更有效。

目前,公司董事会主席与高管职位的分离,以及在公司董事会中引入更多的独立董事,能否提高对上市公司的监督也仍不确定。现有的

有关研究表明,公司治理机制对我国上市公司绩效的影响好坏参半。BAI等^[4]发现,公司治理指标与公司市场价值之间正相关。TENEV等^[14]的研究则表明,公司治理与公司绩效指标间存在强有力的负相关关系。鉴于此,公司治理机制通过高管人员变更能否提高公司业绩的敏感性,是一个需要检验的问题^[15]。由此,提出以下假设:

假设2 国有控股上市公司高管人员变更对公司业绩的敏感性受到内部公司治理机制的影响。

3 研究设计

3.1 回归模型

本研究通过高管人员的变更对公司业绩的敏感性来测试监控功能,即用更高的灵敏度来表示更好的监控功能。在本研究中,是通过业绩变量系数(b_0)来反应敏感性,其他变量对敏感性的影响则通过(d_j, f_k, h_l)的相互作用影响系数来反应,回归模型如下:

$$\Pr(T_u = 1) = \phi\left(a_0 + b_0 p_u + \sum_{j=1}^2 c_j + d_j p_u\right) I_u^j + \sum_{k=1}^3 (e_k + f_k p_u) G_u^k + \sum_{l=1}^7 (g_l + h_l p_u) C_u^l + y + \varepsilon_u. \quad (1)$$

式中, $\phi[\cdot]$ 是对数变换; I_u^j ($j=1,2$)代表2种股东身份变量:政府机构控股和法人控股; G_u^k ($k=1,2,3$)代表3个公司治理变量:董事会主席兼任高管为同一人(C),非执行董事(N)和独立董事(I); C_u^l ($l=1, \dots, 7$)代表7个控制变量:股权集中度(H)、高管人员任期(T)、任期内的二次项(T_1)、外国投资者(F)、高管人员的年龄(C_N)、董事会规模(B)和总资产的自然对数(S)。年份虚拟变量也包括在回归模型中。

3.2 变量定义

在式(1)中,如果高管人员变更,因变量 T_u 等于1,否则为0。对于业绩变量,用3个指标进行测试:①股票报酬率 S_1 。②行业调整资产收益率 I_1 ,不同行业的企业在经营业务上存在不同程度的差异,受到宏观环境影响的程度也不同。为解决这一问题,本研究对财务数据作了行业调整。按照行业分类,计算出各行业各年度资产收益率 R_1 的中位数。通过将样本公司的 R_1 扣除相应年度相应行业 R_1 的中位数,即为经过行业调整后的 R_1 。③变更的资产收益率 I_1 。如果高管人员变更是在上半年发生的,采用上年的 R_1 ;如果高管人员变更是在下半年发生的,采用当年的 R_1 。

I_u^j 包括的2个变量采用二进制,当上市公

司的最大股东是政府机构或是除政府机构和国有企业以外的法人时,取值为1;否则为0。 G_u^k 包括的3个变量中有2个采用二进制,即对于 C 和 I (当公司至少有一个独立董事时),取值为1;否则为0。第3个变量 N 表示非执行董事在董事会中的比例。

式(1)中 C_u^l 包括的7个控制变量如下:

(1)股权集中度(H) 高管人员的任命是所有大股东的一个共同决定。如果没有其他大股东的制衡,一个公司仅有一个内部股东控制,可能会产生更多的内部交易和低敏感性问题。根据DEMSETZ等^[16]的研究,本研究引用HERFINDHAL指数来衡量股权集中度。计算方法采用持股比例前10名股东的平方和的平均值,范围从0到0.1,该值越大表示股权集中度越高。

(2)高管人员的任期(T) 该变量用从担任高层管理职位到职位变更的总年数表示。管理任期对职位变更的影响可能是正面的,也可能是负面的。如果一个高层管理者长期任职直到接近退休,那么它应该是与高管人员变更正相关。SALANCIK等^[17]的研究表明,一个较长的高层管理职位任期可以随着时间的推移建立一个权力基础,这表明,高管人员变更与任期是负相关的。

(3)任期内的二次项(T_1) 该变量等于 T_1 的平方,本研究用它来控制高管人员的任期对变更非线性影响的可能性。

(4)外国投资者的所有权(F) 该变量是一个二进制变量。如果企业已发行外币股票就赋值1,否则为0。外国投资者作为外部监督可以提高公司董事会的监督作用^[18]。

(5)高管人员年龄(C_N) 如果高管人员年龄在60岁以上就赋值为1,否则为0。GOYAL等^[12]和WEISBACH^[13]发现,高管人员变更和高管人员年龄之间有较强的关联。他们认为高管人员的变更更多的是由于正常退休,而不是被迫离职。

(6)董事会规模(B) 该变量以董事会召开会议的次数来衡量。董事会的规模可能会影响管理人员的监控,精简的董事会可以更有效地运作。

(7)公司规模(S) 该变量用总资产的自然对数表示。

以往的研究发现,大公司的高管人员不太可能被轻易更换^[6]。一个可能的原因是,大公司需要更多有经验的职业经理人,这些人可能

会供不应求。但 HUSON 等^[3]则发现,大公司更可能更换高管人员,他认为这主要是因为高管们在大公司的持股比例较低,在公司内部缺乏话语权所造成的。

3.3 样本选取

本研究选取了 2000~2005 年发生高管人员变更的上市公司样本,样本数据的收集来自于公司治理研究数据库(CCER)。为了确保有至少 2 年的会计数据来计算样本公司业绩的变化,高管人员任期不到 2 年的企业被排除在外。1999 年,中国证券业监督委员会要求上市公司的高管人员从其控股公司的职位辞职,因此,符合此要求的高管人员变更企业被排除在样本之外。此外,由于大股东的变化导致变更高管人员的公司也被排除。最后,形成了本研究的 841 个高管人员变动上市公司的抽样(见表 1)。

表 1 从 2000~2005 年高管人员变更的上市公司样本

类别	2000	2001	2002	2003	2004	2005	总数量
上市公司总数量	923	1 060	1 130	1 211	1 263	1 353	—
总的变更数量	332	314	310	322	330	338	1 946
缺失的原因							
任期不到 2 年	149	180	157	165	166	170	987
辞职和健康原因	11	6	2	7	9	6	41
违法经营	2	0	0	0	0	0	2
从控股公司分离	33	11	2	4	3	5	58
最大股东的变更	7	0	0	2	3	1	13
删除后总的数量	130	117	149	144	149	156	845
缺少观测数据	0	1	1	0	1	1	4
样本中总的变更数量	130	116	148	144	148	155	841

注:表 1 中的数据包括了上市至少 1 年的公司,但不包括那些只发行外币的股份公司。

在本研究中,所有的控制样本至少应有 2 年的上市时间,符合上述条件的观测值 999 个。

由此,从 2000~2005 年,高管人员变更的上市公司样本和控制样本合计有 1 840 个观测值。

4 实证结果

4.1 高管人员变更与公司业绩的关系

表 2 显示了 2000~2005 年期间,3 种不同股东身份的上市公司业绩。有关测量方法如下:在 A 组中列示高管人员变更前 1 年的行业调整资产收益率(I_1);在 B 组中列示资产收益率(R_1)的变化;在 C 组中列示股票报酬率(S_1)。将所有样本公司分成 5 组,并进行双总体 Z 检验,用来测试最坏和最好上市公司业绩之间变更百分比的不同。每组最后一行的 Z 检验用来测试政府机构控股公司与国有企业控股公司之间的不同。每一个观测的数量报告在括号中。由 A 组数据可知,最差业绩的 1/5 组的最高变更比例为 62.35%,最好业绩的 1/5 组的最低变更比例为 44.23%。此外,最高和最低 1/5 组业绩之间的变更率差异在 1%水平上显著(Z 为 6.53)。由 B 组数据可知,该组的统计结果不同于 A 组。该组中最高和最低 1/5 组业绩之间的变更率差异不具备显著性(Z 为 0.51)。A 组和 B 组的数据表明,行业调整资产收益率比资产收益率在高管变更决策中起到更重要的作用。由 C 组数据可知,该组的情况也与 A 组不同,可能的解释是控股股东持有的股票不能在交易所进行交易,因此,股票的回报率不能作为高管人员变更的主要决策依据。由此,行业调整资产收益率水平比资产收益率和股票收益率在高管人员变更决策中扮演更重要的角色,这

表 2 高管人员变更、公司业绩和股东身份

类别	高管人员变更的公司比例	1=低业绩	2	3	4	5=高业绩	测试:低=高
A 组(根据 I_1 分类的观测值)	所有公司	62.35(368)	48.41(368)	45.21(368)	49.67(368)	44.23(368)	6.53***
	政府机构控股公司(G_{as})	56.13(125)	35.32(108)	35.59(68)	46.76(58)	54.19(55)	1.44
	国有企业控股公司(S_{oes})	65.58(153)	55.11(150)	53.13(189)	52.07(195)	45.05(213)	5.19***
	法人控股公司(L_P)	65.56(90)	51.82(110)	37.84(111)	47.83(115)	37.00(100)	5.96***
	测试: $G_{as}=S_{oes}$	-6.37***	-5.35***	-6.10***	-2.35**	1.58	
B 组(根据 R_1 分类的观测值)	所有公司	37.77(368)	39.67(368)	36.41(368)	33.15(368)	37.22(368)	0.51
	政府机构控股公司(G_{as})	33.36(98)	34.16(102)	31.61(110)	29.71(82)	32.57(72)	0.35
	国有企业控股公司(S_{oes})	43.57(159)	45.32(158)	42.58(166)	39.50(173)	42.86(168)	0.34
	法人控股公司(L_P)	33.65(111)	36.36(108)	30.19(92)	26.54(113)	32.84(127)	0.31
	测试: $G_{as}=S_{oes}$	-4.29	-4.37	-4.56	-5.37	-4.35	
C 组(根据 S_1 分类的观测值)	所有公司	39.67(368)	37.77(368)	38.32(368)	38.04(368)	37.51(368)	1.25
	政府机构控股公司(G_{as})	32.53(76)	33.25(94)	33.18(95)	31.59(101)	31.69(91)	1.06
	国有企业控股公司(S_{oes})	44.25(185)	42.43(169)	45.11(175)	42.35(160)	43.53(152)	0.62
	法人控股公司(L_P)	36.02(107)	34.17(105)	30.82(98)	37.34(107)	34.32(125)	1.23
	测试: $G_{as}=S_{oes}$	-5.98***	-4.56***	-6.78***	-5.76***	-5.68***	

注:***、**分别表示 $p < 0.05$ 、 $p < 0.01$,下同。

与 HUSON 等^[3]和 FIRTH 等^[6]的研究结果相一致。

在表 2 中还列出了根据控股股东类型统计的变更比例。由 A 组数据可知,在国有企业控股公司和法人控股公司中,高管人员变更与上市公司业绩之间存在负相关,但是在政府机构控股公司中,并没有表明股东身份使上市公司业绩对变更敏感性的影响。由 B 组数据可知,3 组都表现出微弱的负相关,没有任何 1/5 组的最高和最低的变更比例是显著的。由 C 组数据可知,在所有的股东类型中其变更与股票收益率之间的关系最微弱。由政府机构控股公司与国有企业控股公司之间的比较可知,在所有 3 种业绩测量下,国有企业控股公司比政府机构控股公司高管人员变更的频率更大。由此,高管人员变更与行业调整资产收益率的相关性比资产收益率和股票收益率更高,后面的分析将集中于 I_1 。

表 3 显示了 2000~2005 年不同的治理机制下,高管人员变更与上市公司业绩的关系。这些观察是根据上市公司的 I_1 分成 1/5 组。最低公司业绩和最高公司业绩变更比例的比较采用双总体 Z 检验(在表 3 的最后一列)。不同

治理组的变更比例的比较被列示在每组的最后一行。每个 1/5 组的观察数量显示在括号中。在 A 组,两职分离的上市公司,其最差的 1/5 组(64.33%)比最好的 1/5 组(44.59%)的高管人员变更比例显著地高。两职合一的上市公司,其最差的 1/5 组(53.18%)比最好的 1/5 组(31.65%)的高管人员变更比例显著地高。在表 3 中,B 组、C 组数据均有类似的显示,即在一定的公司特征情况下,最差的 1/5 组与最好的 1/5 组的变更比例显著地不同。由 C 组数据可知,有独立董事的上市公司,其最差的 1/5 组(64.37%)与最好的 1/5 组(40.34%)的高管人员变更比例有显著的不同。无独立董事的上市公司,被发现同样的结果。表 3 还提供了各种治理情况下,变更频率不同的检验统计信息。由 A 组数据可知,两职分离的公司有较高的高管人员变更频率。由 B 组数据可知,非执行董事更多的公司更换高管人员的频率比非执行董事少的公司要高。与此相反,有或无独立董事的公司则没有明显的差异。这些比较表明,两职分离与非执行董事会影响到高管人员变更的频率。但是,没有证据表明 3 种治理机制会影响业绩对变更的敏感性。

表 3 高管人员变更公司业绩和治理机制

类别	高管人员变更的公司比例	1=低 R_1	2	3	4	5=高 R_1	测试:低=高
A 组(董事会主席与高管人员)	两职分离的公司	64.33(287)	51.39(282)	49.77(272)	56.39(281)	44.59(264)	4.46***
	两职合一的公司	53.18(81)	39.52(86)	35.91(96)	28.82(87)	31.65(104)	2.90***
	不同的测试	3.59***	6.24***	3.69***	8.19***	6.37***	
B 组(执行董事的比例)	小于 50%的公司	55.00(202)	45.21(223)	37.01(213)	42.75(232)	35.61(222)	4.57***
	大于 50%的公司	69.70(166)	53.49(145)	57.11(155)	61.37(136)	48.84(146)	4.42***
	不同的测试	-1.76	-2.79***	-6.74***	-3.65***	-2.48**	
C 组(独立董事情况)	无独立董事的公司	60.14(240)	50.53(254)	47.45(260)	46.36(234)	41.23(249)	4.62***
	有独立董事的公司	64.37(128)	44.32(114)	43.46(108)	55.23(134)	40.34(119)	4.46***
	不同的测试	-1.16	1.78	1.36	-2.16**	0.58	

4.2 股东身份和治理机制

在表 4 中,比较了 3 种控股股东类型的公司治理机制。由表 4 可知,在政府机构控股公司中,其两职合一的数量(36.5%)高于国有企业控股公司(20.7%)或法人控股公司(25.5%);在政府机构控股公司中,其董事会中非执行董事的数量(33.6%)比国有企业控股公司(43.5%)或法人控股公司(43.9%)要少;在国有企业控股公司中,其独立董事的数量(60.9%)比法人控股公司(50.2%)的要多,并且差异显著,同时也比政府机构控股公司(55.3%)的要多,但差异并不显著。结果表明,股东身份影响管理职务的二元性和董事会中非执行

董事及独立董事的存在。由此,有必要对股东身份和治理机制变量不同的情况下,高管人员变更对业绩影响的敏感性进行测试。

表 4 股东身份和治理机制

公司治理机制变量	政府机构控股公司的平均值(A组)	国有企业控股公司的平均值(B组)	法人控股公司的平均值(C组)	A组和B组之间的不同(Z-检验)	B组和C组之间的不同(Z-检验)
C	0.365	0.207	0.255	4.34***	-1.76**
N	0.336	0.435	0.439	-2.69**	-0.86
I	0.553	0.609	0.502	-1.12	2.35**

4.3 回归结果

表 5 中列出对式(1)进行 Logistic 回归的检验结果。所有的 3 个回归模型包括 I_1 、7 个

控制变量及它们与 I_1 之间的相互作用,以及作为共同变量的年度虚拟变量。此外,每一个模型包括解释变量的不同子集。其中,模型1包括2个股东身份变量(政府机构控股公司和法人控股公司)以及它们与 I_1 之间的相互作用;模型2包括3个治理变量(C 、 N 和 I)及其它们与 I_1 的相互作用;模型3包含了模型1和模型2的所有变量。

表5 股东身份、治理机制和高管人员变更

	模型1	模型2	模型3
截距项	4.352*** (2.67)	4.913*** (2.57)	4.616*** (2.36)
I_1	-0.726*** (-2.89)	-0.608** (-2.46)	-0.725** (-2.31)
$I_1 \times G_{as}$	0.466** (2.36)	-	0.607** (2.26)
$I_1 \times L_P$	0.052(0.11)	-	-0.007(-0.03)
$I_1 \times C$	-	-0.061(-0.13)	-0.179(-0.40)
$I_1 \times N$	-	-0.181(-0.48)	-0.015(-0.02)
$I_1 \times I$	-	0.356(0.92)	0.346(1.00)
$I_1 \times H$	0.336** (2.21)	0.357** (2.33)	0.305** (2.13)
$I_1 \times T$	0.011(0.37)	0.012(0.42)	0.012(0.41)
$I_1 \times T_1$	0.001(0.13)	0.002(0.15)	0.001(0.17)
$I_1 \times F$	-0.001(-0.24)	-0.001(-0.26)	-0.001(-0.29)
$I_1 \times C_N$	0.002(0.37)	0.003(0.49)	0.003(0.47)
$I_1 \times B$	0.001(0.27)	0.002(0.37)	0.002(0.36)
$I_1 \times S$	0.001(0.16)	0.001(0.17)	0.002(0.24)
G_{as}	0.010(0.27)	-	0.031(0.71)
L_P	-0.032(-0.99)	-	-0.036(-1.00)
C	-	-0.096*** (-2.68)	-0.110*** (-2.79)
N	-	0.112*** (4.03)	0.124*** (4.28)
I	-	-0.050(-1.01)	-0.048(-0.90)
H	-0.220*** (-8.80)	-0.300*** (-13.20)	-0.294*** (-12.36)
T	-0.125*** (-9.46)	-0.116*** (-8.69)	-0.101*** (-8.18)
T_1	0.035*** (6.89)	0.031*** (6.59)	0.029*** (6.31)
F	0.012(0.36)	0.015(0.45)	0.015(0.44)
C_N	0.026(0.53)	0.030(0.67)	0.031(0.79)
B	-0.002(-0.87)	-0.008(-1.46)	-0.007(-1.41)
S	-0.002(-1.10)	-0.030(-1.42)	-0.022(-1.31)
年度虚拟变量	Yes	Yes	Yes
高管变更数量	841	841	841
样本观测数量	1 840	1 840	1 840
修正的 $R^2/\%$	15.33	17.21	18.22

注:括号中的数据为双尾 T 检验。

在所有3个模型中, I_1 的估计系数为负并且统计显著,表明因国有企业经营业绩下降,增加了变更的可能性。在模型1中,变量 I_1 与 G_{as} 相互影响的系数为正,并在5%的水平下显著。互动变量代表了政府机构控股公司相对于国有企业控股公司(当 $G_{as} = 0$ 和 $L_P = 0$)而言,其 I_1 对于高管变更敏感性的增量影响。由此,对 $I_1 \times G_{as}$ 正的相关系数意味着政府机构作为控股股东会降低 I_1 对高管人员变更的敏感性,政府

机构控股公司的治理功能比国有企业控股公司要弱。与此相反, $I_1 \times L_P$ 的系数不显著,这表明法人控股公司和国有企业控股公司的治理功能大致相同。模型1还显示, G_{as} 和 L_P 变量不显著,从而表明,股东身份本身并不影响高管人员变更频率。

在模型2中,3个交互项目对治理变量和 I_1 之间都不存在显著性。但是,2个治理变量 C 和 N ,在回归中是显著的。这表明,在两职合一的公司,其高管人员较少地发生变更,而董事会有更多非执行董事的公司则存在较高的高管人员变更频率。其他治理变量,独立董事并没有对高管人员变更产生显著影响。这些结果与表3中报告的结果一致。总之,公司治理机制对上市公司高管人员变更频率会有一定影响,但上市公司业绩对高管人员变更的敏感性没有影响。由于上市公司业绩与高管人员变更之间的敏感性,而不是高管人员变更的频率,是一个有效的监控措施,本研究认为,在样本中这3个公司治理机制并没有发挥出应有的监控作用。

表5中的模型3显示, $I_1 \times G_{as}$ 相关系数,在加入治理变量后表现出显著的积极性。此外,公司治理变量和 I_1 之间的交互项目没有一个是显著的。这表明,股东的身份比公司治理机制对高管人员变更与企业业绩敏感性的影响更大。

高管人员任职期间,线性项(T)的相关系数为正,而二次项(T_1)的相关系数为负,两者相关系数的关系表明,高管人员的任职期与高管人员发生变更的概率是一种U型关系。在本研究中,3个模型的相关系数都是统计显著的。为了找出转折点,本研究使用模型3计算每个任期预测值的概率,发现转折点在高管人员任期的第8年。在样本中,高管人员任期的范围为2~11年。结果表明,当高管人员任期小于8年时,变更的概率下降;当高管人员任期大于8年时,变更的概率会上升。但是,执行任期并没有对高管人员变更与上市公司业绩敏感性产生重大影响。此外,外国投资者(F)、年纪较大高管人员(C_N)、董事会中较少的董事(B),以及较小的资产规模(S)对高管人员变更也没有显著影响。

5 结论与建议

本研究结果表明,股东身份的不同,上市公司的业绩对高管人员变更的影响程度也不同;在我国,股东的激励措施比治理机制监控上市

公司高管人员更为重要。这给我国政府进一步提高国有上市公司效率目标提出了重要挑战。结合本研究结果,提出以下有关管理对策:

(1) 加快职业经理人市场的培育 建立科学合理、择优竞争的选人和用人机制,取消政府任命制,用市场检验高管人员的绩效,用经济杠杆作用激励高管人员的管理效率。高管人员股权激励与国有股减持同时进行,既可解决股权激励过程中股份来源问题,也可提高国企改革的整体效率。

(2) 积极引入民营资本,完善公司治理结构 民营资本的经营机制灵活,而且在国民经济中的比重不断增加。引入民营资本,不仅可以提高国民经济的安全,避免引入外资带来的不稳定因素;而且可以增强资源重新配置的动力,实现产权的多元化和人格化。

(3) 严把董事质量关,增强董事会的监督作用 改变现阶段国有企业董事的任命制,引入市场机制,聘用真正懂业务、能力强的专业人才担任董事职务。注意董事会成员的选用和高管人员相互独立,保证董事与高管人员之间的相互制衡与监督。

(4) 完善资本市场,促进内部控制机制发挥功效 由于我国资本市场不完备,上市公司的高管人员因并购、重组更换人员压力的敏感性较弱。通过法律手段促进资本市场的有效运作,鼓励对经营不善的上市公司进行并购的行为,从而对高管人员形成有效的震慑作用,促使其完善上市公司的内部控制机制。

参 考 文 献

- [1] SUN Q, TONG W. China Share Issue Privatization: The Extent of Its Success[J]. Journal of Financial Economics, 2003, 70(2): 183~222.
- [2] 张丹, 阐海星. 中国上市公司高管人员更换与经营业绩关系的实证研究[J]. 东华大学学报: 社会科学版, 2005, 5(2): 24~29.
- [3] HUSON M, PARRINO R, STARKS L. Internal Monitoring Mechanisms and CEO Turnover: A Long-term Perspective[J]. Journal of Finance, 2001, 56(6): 2 265~2 297.
- [4] BAI C, LIU Q, LU J, et al. Corporate Governance and Market Valuation in China[J]. Journal of Comparative Economics, 2004, 32(4): 599~616.
- [5] ROE M. Corporate Law's Limits[J]. Journal of Legal Studies, 2002, 31(2): 233~271.
- [6] FIRTH M, FUNG P, RUI O. Firm Performance, Gov-

ernance Structure, and Top Management Turnover in a Transitional Economy[J]. Journal of Management Studies, 2006, 43(6): 1 289~1 330.

- [7] KATO T, LONG C. CEO Turnover, Firm Performance, and Enterprise Reform in China: Evidence from Micro Data[J]. Journal of Accounting and Economics, 2006, 34(6): 796~817.
- [8] 雷光勇, 刘慧龙. 大股东控制、融资规模与盈余操纵程度[J]. 管理世界, 2006(1): 129~136.
- [9] 陈璇, 淳伟德. 大股东对公司高层更换影响的实证分析[J]. 软科学, 2006, 20(2): 134~139.
- [10] 朱琪, 彭璧玉, 黄祖辉. 大股东变更和高层更换: 市场绩效的实证研究[J]. 华南师范大学学报: 社会科学版, 2004(2): 15~20.
- [11] 朱琪. 上市公司控股股东和高管变更是否改善了企业绩效? [J]. 管理工程学报, 2010(1): 10~16.
- [12] GOYAL V, PARK C. Board Leadership Structure and CEO Turnover[J]. Journal of Political Economy, 2002, 8(1): 49~66.
- [13] WEISBACH M. Outside Directors and CEO Turnover[J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20(1~3): 431~460.
- [14] TENEV S, ZHANG C, BREFORT L. Corporate Governance and Enterprise Reform in China: Building the Institutions of Modern Markets[J]. Journal of Economic Literature, 2002, 40(3): 1 068~1 083.
- [15] 赵震宇, 杨之署, 白重恩. 影响中国上市公司高管层变更的因素分析 with 实证检验[J]. 金融研究, 2007(8): 76~88.
- [16] DEMSETZ H, LEHN K. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences[J]. Journal of Political Economy, 1985, 93(2): 1 155~1 177.
- [17] SALANCIK G, MEINDL J. Corporate Attributions as Strategic Illusions of Management Control[J]. Administrative Science Quarterly, 1984, 29(2): 238~254.
- [18] VOLPIN P. Governance with Poor Investor Protection: Evidence from Top Executive Turnover in Italy [J]. Journal of Financial Economics, 2002, 64(1): 61~90.

(编辑 郭恺)

作者简介: 陈亮(1975~), 男, 辽宁丹东人。广东金融学院(广州市 510521)工商管理研究所副教授。研究方向为公司治理、高层管理团队等。E-mail: cl721521@126.com