

国有企业董事长变更、管理自主权与投资失误

吴德胜¹ 黄小婷¹ 徐建²

1. 南开大学中国公司治理研究院/商学院
2. 天津财经大学商学院

摘要：高管变更被视为企业的重大事件，变更后对企业的影响现有研究结论不一，原因在于忽略了管理自主权的影响。高层领导的管理自主权受到行业、组织和个人特征多层次因素影响，而在高管变更事件中，继任者来源类型和离任者离职类型对管理自主权的影响少有研究。本文以 2005-2013 年度期间发生董事长变更的国有企业为研究样本，探讨国有企业董事长变更过程中新任董事长管理自主权的相对大小与企业投资失误揭露行为的关系。结果发现新任董事长的管理自主权与长期资产减值显著正相关，即离任董事长晋升到集团或政府时与长期资产减值情况显著负相关，离任董事长平调或降职时与长期资产减值显著正相关；内部继任董事长与长期资产减值显著负相关，外部继任者与长期资产减值显著正相关，轮换则与资产减值关系不显著。说明新任董事长的相对自主权的确实会影响企业投资失误揭露行为。本研究贡献在于寻求关于管理自主权更广泛的研究从而推进自主权前因的理解，在一定程度上解释了现有关于高管变更事件对企业影响效果不一致结论的深层原因——即高管变更中离任高管去向以及继任高管来源背景中的管理自主权。同时为国有企业市场化改革过程中的问题提供参考。

关键词：管理自主权；董事长变更；投资失误；资产减值

引言

伴随着中国国有企业市场化改革，国有企业的管理者参与和制定企业决策的权力相应增强，根据以往经验，管理者可以采取相应战略决策证明自己的经营实力。但是最近接二连三爆出的一些关于董事长因投资失误而下台的案例，让我们对于管理者能否有效利用国企赋予其更大的管理自由权使得国有资产保值增值提出质疑。2015 年 5 月爆出一汽和东风两大央企换帅，竺延风担任东风董事长，而前任董事长徐平则被调到一汽集团担任董事长，如此重大的人事变动仅在一周内敲定。类似的案例还有武钢，据整改披露信息显示，董事长邓崎在任期间，经常进行“霸道”管理，盲目扩张，60%的重大项目没有经过集体决策，因其投资失误导致武钢损失惨重。

国有企业董事长变更事件频频发生，其中前任董事长的投资失误能否及时暴露出来受到继任董事长相对管理自主权的影响。这也是为何研究高管变更对企业产生何种影响得出不一致结论的原因之一。管理学家早就隐含理解企业和管理者进行决策能力的约束作用^[1-2]，直到 Hambrick 和 Finkelstein^[3]提出“管理者自主权”的概念，学者们才陆续构建模型研究什么因素会提升管理者影响企业成果的能力。管理者自主权可被定义为管理可以作出决策的行为自由度大小。具备更高自主权的管理者有更多选择的权力以及行为自由度更高^[4]。因为高层管理者被委派到总裁这个位置的时候带着维持或提高组织绩效和组织影响力的指标^[5]。因此，关于国有企业董事长变更能否及时揭露或弥补前任董事长投资决策失误的问题，理解限制管理者的因素以及哪些因素使得管理者可以影响组织成果很关键。

管理者何时扮演重要的角色取决于管理自主权的大小，而这又受制于管理者个人特征、组织和环境多层次的因素。以往研究针对董事长变更事件中的管理者自主权大小与企业投资

效率的关系研究不多^[6]。一般来说，原任管理者习惯现有情境或者说难以看到变化的需求，即使意识到自身错误也不会即使弥补^[7]。相应的，管理继任代表着重新调整组织战略和结构以适应环境变化的周期性事件^[8-9]。然而现实情况是：一些即将离任的 CEO 并不完全离开公司，而是担任一段时间的董事长^[10]。超过一半的公司计划将前任高管离职后担任公司的董事长角色，这是一种趋势，尤其是北美值得研究者关注。Quigley 和 Hambrick^[6]指出新任 CEO 仅有有限的权力做出改变决策，而且继任事件作为一个惯性打破或调整机制的效果将被降低。留在公司当董事长的前辈可想而知会更支持他们之前提出的战略和政策；McGeehan^[11]发现现任董事长在职位上控制他们的接替者，原高管留在公司担任董事长有时候被称为“影子皇帝”，其在任何尝试改变的情况下可发挥隐性或明确的约束作用。因此，本文研究在此基础上同时考虑董事长离任原因与继任者来源特征衡量管理自主权，探讨董事长在变更事件中如何使用管理自主权对企业投资失误揭露行为产生影响，并用确认资产减值损失情况来反映投资失误。

学者们长期以来一直关注管理者何时以及多大程度上能够发挥他们对组织的控制权。自管理者自主权提出以来，学者们试图解释管理者何时拥有自主权、什么自主权类型对组织成果产生影响以及当这种自主权能够约束上级领导时可能会对组织成果产生不同的影响。即使管理自主权已经被大量研究，迄今主要集中在运用行业因素衡量自主权，较少关注管理者的个人特征和内部组织。董事长变更作为组织的重大事件，大部分新任董事长是肩负使命来的，组织赋予其的自主权大小对继任者能否促进企业投资效率有着关键作用。新任董事长是及时弥补前任董事长的投资失误还是默默的替前任董事长隐藏失误值得关注，尽管学者们从各个角度衡量投资效率偏差，但是变更过程中最能体现新任董事长揭露前任董事长投资失误行为就是确认资产减值损失。其中具体的影响机制对现实世界和理论界都具有重大启示，本文将试图解释这一问题。

本研究贡献在于：第一，本研究丰富了对管理自主权的研究。为了研究管理者是否以及何时会对组织产生影响，研究者们已经验证了大量影响自主权的因素^[12-13]，新任高管可能受离职高管继续留任企业董事长限制的想法很少有文献探讨，作者手工搜集影响管理自主权的变更特征数据并进行分析。第二，丰富了 CEO 继任作为适应事件的研究^[8-9]。关注留职 CEO 的对新任 CEO 的影响可以帮助理解继任事件的结果。比如一些研究显示继任是典型的响应战略变革要求而发生的^[14]。然而 Wiersema^[15]研究发现继任事件仅引起微量的组织变化。另外本研究从全新的视角解释国有企业改革过程需要注意的问题，国内外很少文章解释高管变更安排中管理者自主权对资产减值的影响。本研究结论为以后的研究构建自主权衡量方法提供参考。

下文结构安排如下：第二部分是文献述评；第三部分进行相关理论分析并提出假设；第四部分是研究设计；第五部分是实证结果与分析；第六部分是稳健性检验；最后一部分是结论与启示。

文献述评与假设提出

1、管理自主权

Hambrick 和 Finkelstein^[3]将管理自主权定义为自由裁量权或者管理者拥有的潜在的战略选择权。并将其视为连接关于高管对组织产生多大影响的两个相对观点的桥梁。第一个观点是以逻辑为代表的人口生态学理论^[1]和新制度理论^[16]，认为组织受惯性、路径依赖和环境规范的强力限制，高管对组织的影响微乎其微。相反，战略管理学家^[17-19]提出高管在组织结构中具有相当大的自主权，管理者的选择对组织影响重大。Hambrick 和 Finkelstein^[3]指出这两种观点的适用性取决于管理者占有的自主权或者行为自由度，而现实情况是管理自主

权在不同情境中差别很大。张维迎^[20]通过数据建模分析方法,对我国企业实际情况进行研究,结果发现不论是对高管直接激励还是间接的硬预算约束提高企业的管理自主权,都能够达到显著改善效率的目的。张维迎提出企业中经营决策权下放自然使得管理者成为部分控制权的拥有人,这部分说明了我国国有企业体制改革中管理自主权获得的途径。不过此模型推论仅限于政策分析层面,没有得到进一步的实证检验。

管理自主权限制高管决策行为,对企业产生不同影响。长期以来,管理自主权对企业行为的研究主要集中在企业战略、投资效决策和薪酬三个方面。在组织战略方面,现有研究主要从战略多元化和创新两方面进行。Hill 和 Snell^[21]研究表明,CEO 自主权越高的情况下,实施无关多元化战略时相对自由,而自主权较低的 CEO 更多只能采取相关多元化战略。高阶梯队理论认为,管理者的个人特征对组织战略选择具有重要调节作用。其中管理自主权是高阶理论研究中的重要变量之一^[19]。如果管理者具有较大的战略选择自由度,则企业行为与结果将更紧密地反映管理者的认知以及能力。反之,如果管理自主权缺乏,管理者对企业战略的选择可能因为受到严重制约被迫选择而不出于自身认知;在投资效率方面,Degryse 和 Jong^[22]通过对比检验自由现金流假说和信息不对称理论后发现,托宾 Q 值较低以及股东影响力较小的企业,其投资-现金流敏感度较高。究其原因则是管理者滥用自主权进行过度投资,在公司治理失效的情况下更严重。在企业研发投入方面,由于研发投入很多的不确定性,管理者倾向于选择其他快捷的投资方式,比如并购。Jung 等^[23]基于代理理论对企业融资方式选择进行研究,结果表明即使企业本身没有良好的投资项目并且具备债务融资能力时,自主权越大的管理者偏向选择股票融资,违背了融资优序理论。国内学者彭倩^[24]均得出 CEO 管理自主权与 R&D 投入正相关的研究结论。张三保^[25]研究指出在制定薪酬时,CEO 运用管理自主权提高薪酬、实现利己目标的可能性更大;而在企业 R&D 投入上,则敢于冒险又适时规避风险。

管理者自主权受到多种因素影响。Hambrick 和 Finkelstein^[3]并指出影响管理自主权的三方面因素:任务环境、内部组织因素、管理者个人特征。在某些情况下,比如在任务环境中所有公司做出改变,此时将改变管理自主权。内部权力的改变,比如公司规模、年龄和强大的内部权力机构,如董事会的组成和高层管理者变更和 CEO 继任等,都会影响自主权。任务环境决定了宏观层次的管理自主权,是影响管理自主权的第一个因素;内部组织因素如惯性力、强大的内部利益相关者和资源可获得能力是塑造自主权的第二大因素。组织惯性力包括组织规模、组织年龄、组织文化和资本密集度。这些核心特征难以在短时间内改变^[26],现有的强大内部利益相关者可能会坚决抵制改变。个人或团体可以使用从现有状态中获得的权力,所以优先考虑维持公司现有的结构。资本密集度和资源可获得性也会限制或增强一个管理者的自主权。已经进行巨大资本支出的组织更倾向于保持现有的状态^[1];管理者的心理特征及其和公司的关系会限制或提高管理者行动的多样性,是影响管理者自主权的第三个因素。Carpenter 和 Golden^[27]发现内部控制的高层管理者自主权更大,而且自主权越大的高管倾向于提升更高的自主权。管理者的其他心理特征和管理者特征会影响管理者自主权。

高层管理者变更是个复杂的过程,包括前任离职与后任继任两个相继发生的事件。由于企业管理者变更对组织的影响是全面的,甚至造成冲击,管理者变更对组织而言绝对是一次“大手术”。前文研究已经探讨了影响管理自主权的多种因素,包括环境、组织、个人,而高管变更事件作为打破惯性的机制伴随着组织内部权力结构的改变,是影响管理自主权的重要组织因素。学术界和实界都相当关注公司管理者继任事件。一个潜在的原因是管理变更传送公司决策变更的信号,可能涉及到过去错误决策的逆转,或建立能够反映新任管理者不同观点和能力的政策。已有研究表明股价是管理者变更的先行指标,而其中变更与股价变动的内在联系还有很大探索空间。管理者变更与投资决策变更取决于管理者在投资过程中的角色,包括他们对投资的决策能力和对利润的影响力^[28]。Chang 和 Wong^[29]指出高管变更带着不

同目的性。张兵等^[30]认为高管继任模式对组织业绩的影响途径是通过调整组织内部结构、组织流程、人力资本组成以及组织发展战略实现,关于以上各类因素的相互作用以及影响方向和强度尚未统一验证,有待进一步探讨。

2、管理自主权与资产减值

资产减值是指资产的可收回金额低于其账面价值。国内外关于资产减值的研究始于 20 世纪 80 年代末,大部分研究主要关注资产减值动机。现有学者对管理者选择会计政策的经济动机研究提出企业管理者资产减值计提动机有两种不同观点:第一种是客观的经济动机,即公司计提资产减值准备是据实反映与企业相关的内外部环境的不利变化;第二种是盈余管理动机,即管理者通过资产减值来达到私人目标,如避免亏损、利润平滑和“大洗澡”行为等^[31-32]。Francis 等^[33]指出公司计提资产减值准备受两个因素影响:据实减值和操纵利润。研究指出经济因素变量与公司资产减值比例存在显著相关关系,进一步研究发现,控制经济因素后,盈余管理因素对减值准备提取比例也有一定影响。Strong 和 Meyer^[31]也得出相似的结论,McNichols 和 Wilson^[34]通过研究操纵性坏账准备,得出公司通过计提较高的坏账准备进行平滑和“大洗澡”的结论。但是,Rees 等^[35]得出相反的结论。Rees 等^[35]研究指出盈余管理因素与公司资产减值政策的选择不存在明显相关关系。公司资产减值是向市场反应管理层对未来现金流的预期信号,也就是反映公司资产的真实价值。García 等^[36]在此基础上探讨稳健性与公司投资效率的关系,研究结果表明会计稳健性提高企业投资效率。杨丹等^[37]也指出及时确认损失有助于促进公司及早停止低效率的投资。研究结果表明资产减值准备计提会制约公司过度投资,同时如果计提过度则会导致投资不足。

我国制度环境特殊,国有上市公司由于政府控制、政府干预等原因普遍存在过度投资问题^[38-40]。Biddle 等^[41]发现会计信息质量高可有效缓解过度投资以及投资不足等问题。当投资者评估企业价值时,资产减值被视为资产重估或企业未来绩效的估计值。通过确认资产减值后的资产更能反映企业资产的真实价值,也从另外一角度反映了企业的投资效率。资产减值被视为会计稳健性原则的重要体现,对公司的投资行为产生不同影响。我国的资产减值会计规范体系逐步完善。从 1992 年颁布的《企业会计准则》仅要求对应收账款计提坏账准备,到 2001 年实施的《企业会计制度》要求资产减值的计提范围包括应收账款、存货、短期投资、长期投资、固定资产、在建工程、无形资产和委托贷款八项。到 2007 年 1 月 1 日起实施的新《企业会计准则》要求长期资产减值一经计提不得转回。现有研究对新准则实施前后对企业的影响基本认为新准则有利于提高会计信息质量,因此本文将用资产减值衡量投资失误。

管理者变更过程中的具体安排对管理自主权产生不同影响,而管理自主权的大小是继任董事长行为决策的前提。Weisbach^[28]探讨管理者变更和最近收购部门的资产剥离关系。实证结果表明,管理者变更时,处于亏损或者预期无利可图的收购资产被剥离的概率增加。无论变更情况是超过 65 岁的退休或辞职,上述结论都成立。并指出管理者变更作为公司的一个重大事件将导致之前不良投资决策的逆转和弥补。Chen 等^[42]研究指出发生高管变更或出现较大亏损的公司提取资产减值准备更多,资产减值准备的自愿提取和之后转回与业绩上涨存在显著关系。

中国经济正处于转型时期,中国上市公司涌现大量的高管更替事件,尤其是对于国有企业改革全面推行阶段,国有企业高管的变更越来越频繁。董事长作为企业的重要角色,频繁的高管变更事件将不可避免的引发组织内部权力结构变革,企业内普遍存在的政治联盟和政治斗争的矛盾将更加突出,引起组织战略目标决策变更,进而影响企业的投资效率和长期成长性。从变更过程角度来看,管理者变更包括前任管理者离职和继任管理者继任两个阶段,是不可分割的两个过程。前任管理者离任去向和继任管理者来源类型都对组织的权力结构有

重大影响,继任者与离任者的关系会影响继任者的行为自由度,尤其是当继任者想要推翻原高管离任者的决策时,继任管理者的决策会受到离任管理者的影响。因此,需要把这两种情景综合考虑。不同离任者去向和继任者来源类型如何通过组织内部管理者自主权影响企业行为决策。目前上没有对管理者自主权与投资决策的研究进行深入探讨。从实践来看,基于中国国有上市公司管理情境对上述问题的验证,一方面给出国有企业董事长变更具体安排对企业投资失误行为揭露选择的耦合策略,另一方面可以明确不同离任董事长类型和继任董事长类型下的管理自主权大小,对指导我国国有企业董事会内部治理的实践,理顺内部权力动态演进关系,提高国有企业经营管理水平具有重要的理论和现实意义。

已有研究已经探讨了影响管理自主权的多种因素,包括环境、组织、个人,其中很少研究关注强大的政权可能限制管理者采取不一致行为,而前任 CEO 继续担任董事长就是在这类强大的政权中的某一种力量。因此,本文运用国有企业董事长变更过程的特征来度量管理自主权,探讨国有企业董事长新任董事长对前任董事长投资失误决策的揭露行为能力,并提出相关假设:

(1) 离任董事长变更类型与资产减值

Murphy 和 Zimmerman^[43]将原高管的离任具体情况划分为强制性变更和非强制变更两种,论证企业高管变更与企业投资决策的相关关系。Barron^[44]研究指出 CEO 离任事件对公司终止原先业务有显著影响,不过研究没有深入分析 CEO 变更影响公司终止原先业务决策的内部作用机制。Nakauchi 和 Wiersema^[45]研究表明非常规变更会给继任高管提供更多的自主权。现有研究者发现,高管继任可以做一个重要的适应机制。但是这些研究大部分是基于市场的治理机制,稳健性不强。在相对较弱市场为基础的公司治理和董事会独立性下,非常规高管继任会导致更多的战略变革,而且不受公司绩效的调节作用。前任董事长权力较大情况下常规继任带来更少的战略变革。Quigley 和 Hambrick^[6]认为前任 CEO 留任担任董事长会限制继任者的管理自主权,不仅限制了新任 CEO 做出改变的能力,也压制了他/她对企业绩效做出重大调整的潜力——不管是提升亦或是下降。

为了表明前任 CEO 留任影响现任 CEO 的自主权,本部分研究离任董事长离职原因对管理自主权的影响。很多研究已经验证了各种组织情境因素,包括独立董事比例、董事长持股比例、机构投资者和投资者行为会限制管理维度^[46]。本文讨论留任高管主要限制新任 CEO 的行为自由度,或者影响公司成果的选择自由度。基于这个视角,作者认为前任董事长晋升到集团或政府会抑制资产减值。基于以上讨论提出假设:

H1-1: 国有企业离任董事长晋升到集团或政府部门与资产减值负相关

H1-2: 国有企业离任董事长平调或降职、退休、健康原因、犯罪时与资产减值正相关

(2) 国有企业董事长继任类型与资产减值

继任高管的来源类型对管理自主权也有不同影响。大部分研究继任者类型对公司未来活动的可能影响。学者一般把继任者来源分为内部继任者和外部继任者两种^[47],也有部分研究分为内部追随者、内部竞争者和外部竞争者三种^[48-49]。关于内部和外部的定义,一般认为:外部继任者是指那些不曾被企业雇用的人,而内部继任者则是指曾经及正在被企业雇佣的人。外部继任者与内部继任者具有实质性的差异,不可等同视之。Zajac 和 Westpal^[50]指出外部继任者与内部继任者具有实质性的差异,不可等同视之。继任者来自公司外部还是内部提升已经被视为考量组织是否寻求改变的一个指标。Shen 和 Cannella^[48]指出外部高管继任后,组织战略会有所改变,此时组织内部其他高管也很可能被更换,从而彻底转换为新战略,有效提高绩效。由于外部继任者对组织内部情况了解不多,因此更可能给组织带来有效改变,且往往是绩效差的公司支持改变。赵刚^[51]研究高管继任者来源类型对会计稳健性的影响,发现高管变更与会计稳健性呈正相关关系,当继任者来自企业外部时,公司会计政策稳健性

较内部继任更高。刘新民等^[49]从权力循环视角实证分析了 CEO 变更及高管团队重组对战略变革的影响,结果表明内部追随者继任对高管团队重组及战略变革有负面影响,内部竞争者继任及外部人继任对高管团队重组、战略变革有正向影响。

继任者来自公司外部还是内部提升已经被视为考量组织是否寻求改变的一个指标。继任者来自内部可能更加受到前任董事长的影响,从而管理自主权减弱。来自外部或政府的继任者则相对来说企业赋予的管理自主权更大,从而更有可能加大资产减值,揭露企业投资失误问题。基于前文分析,本部分探讨继任董事长来源类型与管理自主权的影响,并提出以下假设:

H2-1: 国有企业董事长内部继任者与资产减值负相关

H2-2: 国有企业董事长外部继任者与资产减值正相关

(3) 国有企业董事长变更极端情况与资产减值

在以上两个研究基础上,同时考虑离任董事长类型与继任董事长类型,研究董事长变更过程中管理自主权的极端情况对资产减值的影响。离任董事长晋升到集团或政府,且继任董事长来自内部继任者时,继任董事长的管理自主权最小;离任董事长降职或因案件原因,且继任董事长来自纯外部时,继任董事长的管理自主权最大。这两种极端情况对资产减值的影响更为显著,从而进一步说明继任董事长的权力对投资失误揭露行为的影响。因此提出以下假设:

H3-1: 当离任董事长晋升到政府或集团,并且继任者来自内部时,管理自主权与资产减值呈负相关关系

H3-2: 当离任董事长离职原因为降职或案件,并且继任者来自外部时,管理自主权与资产减值呈正相关关系

研究设计

1、数据来源

本文选取 2005-2013 年期间沪深市 A 股发生董事长变更的国有企业上市公司为研究样本,初始样本为 786 个国有企业董事长变更事件。同时根据以下规则剔除样本:(1)剔除金融保险业的公司;(2)剔除 ST 和 PT 公司;(3)同一上市公司连续两年发生董事长变更事件;(4)剔除资料不全的公司样本。最终取得 620 个样本。因为需要对比董事长变更事件的前一年与变更后一年、(变更后两年)对公司投资决策的影响,财务数据和公司治理数据选取期间为 2004-2014 年。文中关于上市国有企业董事长变更的数据来源于国泰安数据库(CSMAR),同时对董事长离任类型和继任类型进行手工搜集而得,公司特征数据来源于锐思数据库,公司治理相关数据来自 CCER 数据库。表 1 描述了各年度董事长变更类型具体情况,包括离任董事长离职类型和继任董事长来源类型。由表 1 可知,离任董事长晋升、平调或降职、案件等其他原因分布较均匀,继任董事长来源则主要来自于内部继任者。

表 1 董事长变更类型年度样本分布表

变更年度	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	合计
离任董事长类型										
晋升到政府	10	10	7	8	7	6	15	4	19	86
晋升到集团	4	8	7	3	9	17	17	7	14	86
平调	13	15	14	17	19	22	14	24	25	163
降职	4	1	1	6	3	6	4	2	5	32
案件	3	3	2	3	1	1	0	2	5	20

退休、健康	18	12	14	15	13	14	14	14	25	139
其他原因	8	12	3	9	10	13	5	17	11	88
继任董事长来源										
内部	34	17	28	30	27	33	34	41	9	253
外部	9	7	5	4	5	6	3	5	1	45
轮换	16	24	14	18	26	25	19	19	0	161
来自政府	1	4	2	5	5	7	4	3	0	31
来自国资委	2	2	0	1	3	3	1	2	0	14
CEO 继任	12	6	14	11	16	13	13	21	0	106

2、变量设计

(1) 被解释变量

本文采用资产减值表示揭露企业投资失误行为，作为本研究被解释变量。衡量企业投资效率的方式有很多种，常用的有 Richardson^[52]和 Biddle^[41]以及 Chen 等^[53]采用预期投资与实际投资规模的回归残差来定义过度投资和投资不足。但以上方法不能很好的说明继任董事长揭露前任董事长投资失误的行为，本文借鉴代冰彬，陆正飞和张然（2007）及王福胜和程富（2014）的方法，用资产减值来衡量投资失误揭露行为。具体计算方法如下：

资产减值（WD）：本文采用董事长变更当年度的资产减值，及继任前后一年的资产减值来衡量变更前后企业投资效率的变化。为消除规模效应，采用用资产减值变化与年初总资产比值表示，并同时检验流动资产减值（CWD）和长期资产减值（LWD）。计算公式如下：

$$\text{总资产减值 (TWD)} = (\text{期末总减值准备} - \text{期初总减值准备}) / \text{期初总资产}$$

流动资产减值和长期资产减值计算公式同上，其中，流动资产包括应收账款、其他应收款、存货等流动性资产；长期资产包括长期投资、固定资产、无形资产等。稳健性检验中采用，资产减值变化率来衡量投资效率，计算公式为：

$$\text{总资产减值准备变化率} = \text{TWD}_t - \text{TWD}_{t-1}$$

(2) 解释变量

管理自主权（MD）是本研究的解释变量。根据前文分析，本文采用以下方法衡量国有企业董事长管理自主权：

A. 董事长离任类型（Turnover）：根据国泰安数据库中离任类型的划分以及搜集补充，国有企业董事长的离任去向主要有：晋升政府部门、晋升集团；平调或降职；退休、健康原因、犯罪以及其他。本研究将董事长离任类型分为晋升、平调或降职、离开公司三大类，并定义虚拟变量：①晋升（Promoted）：离任董事长晋升：当国有企业董事长的离任去向为晋升政府部门或晋升集团时，Promoted = 1，否则为 0；②平调（Retention）：当前任董事长离职原因是平调时，Retention = 1，否则为 0；③降职或案件(Democase)，当前任董事长离职原因是降职或案件时，Demoted = 1，否则为 0；④退休或健康（Retire）：当前任董事长离职原因为退休、健康和其他时，Retire = 1，否则为 0。

B. 董事长继任类型（Origin）：根据国泰安数据继任类型以及手工搜集数据，把董事长继任类型划分为以下三种：①外部继任者（Outsider）：继任前不在公司任职或不曾任职，同时不来自集团公司。②内部继任者（Insider）：内部是指继任前两年内曾在公司任职；③轮换（Rotation）是指在股东单位、政府、子公司等任职；④CEO 继任（Fromceo）：继任董事长由公司 CEO 继任时 Fromceo=1，否则为 0。

C. 董事长自主权极端值：当国有企业前任董事长离职类型为晋升到集团或晋升到政府，并且继任董事长来自内部时，继任董事长管理自主权最小，MDmin=1，否则 MDmin = 0；当

国有企业前任董事长离职原因为降职、案件和健康等原因，并且继任董事长来自外部或政府时，继任董事长管理自主权最大，MDmax=1，否则 MDmax =0。

本研究所需的全体变量名称以及操作性定义见表 2。

3、模型构建

本文以 OLS 回归分析探讨管理自主权与资产减值以及企业控制变量间的关系。为验证本文提出的六个假设，本研究分别以高管继任当年度的资产减值（WD）为被解释变量，以管理自主前和控制变量为解释变量进行回归，构建模型如下：

$$WD_t = \alpha_1 + \beta_1 MD + \beta_2 WD_{t-1} + \beta_3 Newage + \beta_4 Newedu + \beta_5 Duality + \beta_6 Tenure + \beta_7 H5 + \beta_8 Board + \beta_9 Meeting + \beta_{10} Loss + \beta_{11} Weak Prof + \beta_{12} Smooth + \beta_{13} ROA_{t-1} + \beta_{14} Size_{t-1} + \beta_{15} Lev_{t-1} + \beta_{16} Growth_{t-1} + \beta_{17} Listage + \beta_{18} \sum Ind + \beta_{19} \sum Year + \varepsilon$$

其中，WD_t 表示变更当年的资产减值，在进行回归时，会分别采用总资产减值（TWD），长期资产减值（LWD）和流动资产减值（CWD）代入方程回归，同时控制前期的资产减值（WD_{t-1}）；MD 表示表示管理自主权，回归过程中分别采用董事长变更、离任董事长离职类型、继任董事长来源类型代入方程回归，具体定义见表 4-2；公司治理控制变量包括继任董事长年龄（Newage）、教育背景（Newedu）、董事长兼任总经理（Duality）、前任董事长任期（Tenure）、股权集中度（H5）、董事会规模（Board）、董事会议次数（Meeting），这些变量控制其他管理自主权因素；控制变量亏损（Loss）、微利（WeakProf）、平滑（Smooth）是为了控制盈余管理动机对资产减值的影响；其他控制变量包括公司规模（Size）、资产负债率（Lev）和成长性（Growth）采用变更前一年的数据进行回归；Listage 表示公司上市年龄，同时模型还控制了行业和年度因素。

表 2 各变量操作性定义表

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义	
被解释变量	总资产减值	TWD	总资产减值=(期末减值准备-期初减值准备)*100 /期初总资产;	
	长期资产减值	LWD	公式同上，根据会计准则定义的长期资产减值准备;	
	流动资产减值	CWD	公式同上，流动资产减值，包括坏账准备、存货跌价准备等;	
解释变量	离任董事长离职类型	Promoted	前任董事长晋升政府部门或晋升集团时，Promoted = 1，否则为 0;	
		Retention	前任董事长平调时，Retention=1，否则为 0;	
		Turnover	Democase	前任董事长降职或案件时，Democase=1,否则为 0;
			Retire	前任董事长退休、健康、和其他时，Retire =1,否则为 0;
			Outsider	外部继任者：继任前不在公司任职或不曾任职，且不来自集团公司;
		继任董事长来源 Origin	Insider	内部继任者：内部是指继任前两年内曾在公司任职;
		Rotation	轮换：是指在股东单位、政府、子公司等任职;	
		Fromceo	CEO 继任：继任董事长由公司 CEO 继任时 Fromceo=1，否则为 0;	

公司治理控制变量	董事长变更极端值	MDmin	当国有企业前任董事长离职原因为晋升到集团或晋升到政府，并且继任董事长来自内部时，MDmin=1，否则，MDmin=0；
		MDmax	当国有企业前任董事长离职原因为降职、案件和健康等原因，并且继任董事长来自外部或政府时，MDmax=1，否则，MDmax=0；
	继任董事长年龄	Newage	继任董事长年龄；
	继任董事长教育背景	Newedu	继任董事长教育背景：1=高中，2=中专，3=本科，4=硕士，5=博士；
	两职兼任	Duality	继任董事长和总经理为同一人时，Duality=1，否则为0；
	前董事长任期	Tenure	前任董事长任职年限；
	股权集中度	H5	公司前五大股东持股比例的平方和；
	董事会规模	Board	公司董事会人数之和；
	董事会会议次数	Meeting	为公司年度内召开的董事会会议次数之和；
	上市年龄	Listage	公司上市年龄为公司上市年限的自然对数。

(续表 2) 各变量操作性定义表

公司控制变量	投资效率 INV	ABINV	借鉴 Chen 等 (2010) 的方法，ABINV 为残差的绝对值；
		Overinv	借鉴 Chen 等 (2010) 的方法，Overinv 表示过度投资；
		Underinv	借鉴 Chen 等 (2010) 的方法，Underinv 表示投资不足；
	亏损	Loss	当公司本期的净资产收益率 ROE (等于本期净利润除以期末权益) 为负时，Loss 取值为 1，否则为 0；
	微利	WeakProf	当 $ROEt \in [0, 0.02]$ 且不存在扭亏时，WeakProf 取值为 1，否则为 0；
	平滑	Smooth	当公司的 ROE 超过本年度所有上市公司 ROE 的 3/4 分位数，且 Loss、WeakProf 均取值为 0 时，Smooth 取值为 1，否则为 0；
	总资产收益率	ROA	资产收益率：净利润/期末总资产；
	公司规模	Size	总资产取对数；
	公司财务杠杆	Lev	公司负债/公司资产；
	公司成长性	Growth	营业收入增长率；
上市年龄	Listage	公司上市年龄为公司上市年限的自然对数。	

实证结果分析

1、描述性统计分析

表 3 提供了董事长变更年度相关虚拟变量的分布统计。从表 4.1 可知新任董事长管理自主权的极端值情况，管理自主权最小 (MDmin) 的样本有 67 个，占比 10.75%，而管理自主权最大 (MDmax) 的样本有 153 个，占比 24.56%。再结合继任者来源于离任者去向情况。离任董事长晋升 (Promoted) 样本 172 个，占比 27.74%，更多的则是平调 (Retention)、降职或案件 (Democase)、退休 (Retire) 等其他情况。可见国有企业发生离任董事长主要是

因个人存在问题而被更换，对继任者的压制有限。而继任董事长来自内部（Insider）的较多，244 个样本，占比 54.34%，超过一半。同时继任董事长轮换（Rotation）占比 35.86%。可见国有企业倾向于选择内部继任者。对于英盈余管理控制变量，所有董事长变更样本皆不存在扭亏情况，平滑（Smooth）动机占比 22.83%，相比亏损（Loss）和微利（WeakPro）较多。董事长兼任总经理（Duality）样本有 52 个，占比 8.36%。

表 4 显示了其他变量的描述性统计表。从表 4.2 可以看出，长期资产减值（LWD）的标准差均小于总资产减值（TWD）和流动资产减值（CWD）。长期资产减值（LWD）最大值为 5.76，明显小于流动资产减值（CWD）最大值 26.18。继任董事长平均年龄（Newage）49 岁，教育背景（Newedu）主要为大学本科。国有企业董事长规模（Board）平均 5-6 人，每年平均开 9 次会议（Meetings）。国有企业平均上市年龄(Listage)10 年左右。前任董事长任期平均为 5 年左右。

表 3 变更年度相关虚拟变量情况表

变量	取值为 1 时样本数量	占总样本比例(%)
MDmin	67	10.75
MDmax	153	24.56
Promoted	172	27.74
Retention	163	26.29
Democase	286	46.13
Insider	244	54.34
Outsider	44	9.80
Rotation	161	35.86
Loss	64	10.29
WeakProf	94	15.11
Smoothing	142	22.83
Duality	52	8.36

表 4 各连续变量描述性统计表

变量	平均值	标准差	最小值	中位数	最大值
TWD	0.180	1.590	-11.83	0.050	26.180
CWD	0.180	1.430	-11.83	0.050	26.180
LWD	0.000	0.580	-10.11	0.000	5.760
H5	0.220	0.130	0.00	0.200	0.720
ROA	0.030	0.070	-0.75	0.030	1.490
Size	22.09	1.250	18.64	21.89	27.75
Lev	0.510	0.200	0.03	0.520	1.260
Growth	0.240	1.020	-1.00	0.120	20.80
Tenure	4.730	3.060	0	4	15
Newage	49.39	5.370	35	49	71
Newedu	3.330	1.260	0	4	5
Board	5.860	1.690	0	6	12
Meeting	8.910	3.520	2	8	41

2、多元回归分析

(1) 离任董事长离职类型与资产减值

表 5 显示了离任董事长类型与资产减值的关系。其中 Panel A、Panel B 和 Panel C 分别列示了离任董事长离职类型与总资产减值、长期资产减值和流动资产减值的实证关系。由表 5 可知，离任董事长晋升到集团或政府时，管理自主权与总资产减值和长期资产减值均显著负相关，与流动资产减值负相关但是不显著；当离任董事长平调或降职时，管理自主权与总资产减值和长期资产减值显著正相关，与流动资产减值正向不显著；当离任董事长因案件、退休和健康原因离职时，管理自主权与资产减值的关系不明确，其公布原因可能与真实原因有出入，比如宣布退休的董事长后续发现涉及个人失误案件等导致。由此说明，当前任董事长晋升到集团或政府时，离任董事长实则没有完全离开公司，而且对公司任然具备一定的控制权，新任管理者的自主权受到很大限制，因此资产减值情况揭露有限，研究结论同 Quigley 和 Hambrick^[6]一致，假设 H1-1 成立；当前任董事长离职原因为平调或降职时，对新任管理者的决策行为起不到限制作用，因此新任董事长可以自由的反应资产减值情况，假设 H1-2 部分成立。需要说明的是管理自主权大仅与长期资产减值显著相关，而与总资产减值和流动资产减值不显著，可能是由于资产减值性质差异，已有研究指出流动资产减值更多的体现了盈余管理动机，而 2007 年以后，长期资产减值一经计提不得转回，更多的体现稳健性，这一定程度上说明国有企业董事长变更过程中资产减值更多反映的是企业投资效率而非盈余管理动机。因此更加说明管理自主权有助于继任董事长揭露前任董事投资失误等问题。

表 5 前任董事长离职类型与资产减值

Panel A 前任董事长离职类型与总资产减值 (TWD)				
变量	(1)	(2)	(3)	(4)
Promoted	-0.199** (0.0987)			
Retention		0.240** (0.101)		
Democase			0.0519 (0.107)	
Retire				-0.0924 (0.110)
TWD _{t-1}	0.0745*** (0.0233)	0.0745*** (0.0233)	0.0741*** (0.0234)	0.0738*** (0.0234)
Board	0.0735** (0.0285)	0.0757*** (0.0285)	0.0714** (0.0287)	0.0712** (0.0286)
Loss	0.599*** (0.161)	0.607*** (0.160)	0.599*** (0.161)	0.602*** (0.161)
Listage	-0.0234* (0.0124)	-0.0249** (0.0124)	-0.0227* (0.0124)	-0.0232* (0.0124)
Observations	531	531	531	531
R-squared	0.140	0.143	0.133	0.134

Panel B 前任董事长离职类型与长期资产减值 (LWD)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
Promoted	-0.123*** (0.0441)			
Retention		0.0812* (0.0455)		
Democase			0.0114 (0.0480)	
Retire				0.0402 (0.0495)
LWD _{t-1}	-0.0699** (0.0323)	-0.0718** (0.0324)	-0.0696** (0.0325)	-0.0691** (0.0325)
Newedu	-0.0283* (0.0160)	-0.0315* (0.0161)	-0.0292* (0.0162)	-0.0298* (0.0161)
Loss	0.194*** (0.0716)	0.197*** (0.0719)	0.194*** (0.0722)	0.194*** (0.0721)
Size _{t-1}	0.0554*** (0.0211)	0.0544** (0.0212)	0.0555*** (0.0213)	0.0542** (0.0213)
Observations	531	531	531	531
R-squared	0.122	0.114	0.108	0.109

(表 5 续表) Panel C 前任董事长离职类型与流动资产减值 (CWD)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
promoted	-0.0757 (0.0875)			
Retention		0.167* (0.0895)		
Democase			0.0364 (0.0947)	
Retire				-0.137 (0.0974)
CWD _{t-1}	0.0792*** (0.0223)	0.0796*** (0.0222)	0.0787*** (0.0223)	0.0778*** (0.0223)
H5	0.741** (0.339)	0.686** (0.339)	0.741** (0.340)	0.707** (0.339)
Board	0.0634** (0.0253)	0.0652*** (0.0252)	0.0622** (0.0253)	0.0611** (0.0253)
Loss	0.404*** (0.142)	0.409*** (0.142)	0.403*** (0.143)	0.406*** (0.142)
Listage	-0.0172 (0.0110)	-0.0184* (0.0110)	-0.0169 (0.0110)	-0.0177 (0.0110)

Observations	531	531	531	531
R-squared	0.135	0.140	0.134	0.137

注：(1) ***, **, * 分别表示在 1%, 5% 和 10% 水平上显著；(2) 括号中为标准误；(3) 实证还控制了新任董事长年龄 (Newage)、教育背景 (Newedu)、两职兼任情况 (Duality)；前任董事长任期 (Tenure)、股权集中度 (H5)、董事会规模 (Board) 董事会议次数 (Meeting)；亏损 (Loss)、微利 (WeakProf)、平滑 (Smooth)、总资产收益率 (ROA)、公司规模 (Size)、财务杆杆 (Lev)、公司成长性 (Growth)、公司上市年龄 (Listage)；同时控制行业 (Ind) 和年度 (Year)，限于篇幅部分控制变量未列示。

(2) 继任董事长来源与资产减值

表 6 列示了继任董事长来源类型与资产减值的相关性分析结果。其中 Panel A、Panel B 和 Panel C 分别列示了继任董事长来源类型与总资产减值、长期资产减值和流动资产减值的实证关系。由表 6 可知，当继任董事长来自内部时，管理自主权与长期资产减值显著负相关，当继任董事长来自外部时，管理自主权与长期资产减值显著正相关。说明继任董事长来源类型对管理自主权的影响有显著差异，当继任董事长来自内部时，可能在之前与离任董事长有一定私人关系，倾向于保护前任董事长而不会揭露其投资失误，或者说其管理自主权会受到前任董事长的限制，由公司 CEO 继任董事长与资产减值的负向关系更加说明这一点；当继任董事长来自外部或政府时，则本身受到前任董事长的牵制不多或者不受牵制，因此会对企业现状动大刀，大量计提资产减值，真实反映企业资产价值，揭露投资失误。假设 H2-1 和假设 H2-2 成立。

表 6 继任董事长来源与资产减值

Panel A 继任董事长来源与总资产减值 (TWD)				
变量	(1)	(2)	(3)	(4)
Insider	0.0163 (0.109)			
Outsider		0.180 (0.175)		
Fromceo			-0.0382 (0.132)	
Rotation				-0.0911 (0.112)
TWD _{t-1}	0.0472* (0.0266)	0.0479* (0.0265)	0.0471* (0.0266)	0.0466* (0.0265)
Board	0.0498 (0.0347)	0.0500 (0.0347)	0.0492 (0.0347)	0.0505 (0.0347)
Loss	1.269*** (0.217)	1.272*** (0.217)	1.264*** (0.218)	1.275*** (0.217)
Listage	-0.0199 (0.0156)	-0.0212 (0.0156)	-0.0206 (0.0156)	-0.0193 (0.0156)
Observations	386	386	386	386
R-squared	0.182	0.185	0.182	0.184
Panel B 继任董事长来源与长期资产减值 (LWD)				
变量	(1)	(2)	(3)	(4)

Insider	-0.111** (0.0545)			
Outsider		0.235*** (0.0869)		
Fromceo			-0.125* (0.0658)	
Rotation				0.0209 (0.0562)
LWD _{t-1}	-0.0900** (0.0378)	-0.0926** (0.0376)	-0.0929** (0.0378)	-0.0901** (0.0380)
H5	-0.412* (0.236)	-0.397* (0.235)	-0.431* (0.237)	-0.405* (0.238)
Loss	0.373*** (0.109)	0.383*** (0.108)	0.365*** (0.109)	0.377*** (0.109)
Size _{t-1}	0.0910*** (0.0294)	0.0903*** (0.0291)	0.0888*** (0.0293)	0.0832*** (0.0293)
Observations	386	386	386	386
R-squared	0.171	0.178	0.170	0.162

(表 6 续表) Panel C 继任董事长来源与流动资产减值 (CWD)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
Insider	0.127 (0.0954)			
Outsider		-0.0456 (0.153)		
Fromceo			0.0795 (0.115)	
Rotation				-0.114 (0.0978)
CWD _{t-1}	0.0566** (0.0250)	0.0580** (0.0251)	0.0587** (0.0250)	0.0573** (0.0250)
H5	1.076** (0.416)	1.062** (0.417)	1.080** (0.417)	1.077** (0.416)
Loss	0.910*** (0.190)	0.903*** (0.190)	0.913*** (0.190)	0.912*** (0.190)
Size _{t-1}	-0.105** (0.0513)	-0.0970* (0.0511)	-0.0996* (0.0512)	-0.101** (0.0510)
Lev _{t-1}	0.621* (0.326)	0.621* (0.327)	0.614* (0.327)	0.618* (0.326)
Observations	386	386	386	386
R-squared	0.161	0.157	0.158	0.160

注：(1) ***, **, * 分别表示在 1%, 5% 和 10% 水平上显著；(2) 括号中为标准误；(3) 实证还控制了新任董事长年龄 (Newage)、教育背景 (Newedu)、两职兼任情况 (Duality)；前任董事长任期 (Tenure)、股

权集中度 (H5)、董事会规模 (Board) 董事会议次数 (Meeting); 亏损 (Loss)、微利 (WeakProf)、平滑 (Smooth)、总资产收益率 (ROA)、公司规模 (Size)、财务杆杆 (Lev)、公司成长性 (Growth)、公司上市年龄 (Listage); 同时控制行业 (Ind) 和年度 (Year), 限于篇幅部分控制变量未列示。

(3) 董事长更替中管理自主权极端值与资产减值

基于上述分析, 进一步探讨管理自主权最大值与最小值时对资产减值的影响。由表 7 可知, 管理自主权极端情况均与长期资产减值显著相关, 其中继任董事长管理自主权最小的情况与长期资产减值显著负相关, 与总资产减值和流动资产减值负向但不显著, 即离任董事长晋升到集团或政府且继任董事长来源内部时, 继任董事长受到前任董事长的压制最大, 其揭露或者改善企业投资效率的行为受到极大的限制, 假设 H3-1 成立; 再者, 继任董事长管理自主权最大的情况与长期资产减值显著正相关, 与总资产减值和流动资产减值正向但不显著, 即离任董事长因案件或健康退休等原因完全离开公司且继任董事长来自纯外部时, 继任董事长管理自主权最大, 其可以更自由的计提资产减值, 暴露公司现存的投资失误问题。假设 H3-2 成立。

表 7 董事长自主权极端情况与资产减值

变量	(1)			(2)		
	TWD	LWD	CWD	TWD	LWD	CWD
MDmin	-0.223 (0.142)	-0.219*** (0.0629)	0.000517 (0.126)			
MDmax				0.159 (0.108)	0.0975** (0.0482)	0.0622 (0.0954)
TWD _{t-1}	0.0761*** (0.0234)			0.0762*** (0.0234)		
LWD _{t-1}		-0.0675** (0.0321)			-0.0698** (0.0324)	
CWD _{t-1}			0.0793*** (0.0223)			0.0799*** (0.0223)
H5	0.591 (0.383)	-0.177 (0.170)	0.736** (0.340)	0.537 (0.384)	-0.220 (0.172)	0.726** (0.340)
Board	0.0709** (0.0286)	0.00897 (0.0127)	0.0629** (0.0253)	0.0725** (0.0285)	0.0106 (0.0128)	0.0630** (0.0253)
Loss	0.607*** (0.161)	0.200*** (0.0713)	0.405*** (0.143)	0.585*** (0.161)	0.185** (0.0720)	0.398*** (0.143)
Size _{t-1}	-0.00393 (0.0473)	0.0535** (0.0210)	-0.0508 (0.0419)	0.00785 (0.0478)	0.0614*** (0.0214)	-0.0469 (0.0423)
Listage	-0.0235* (0.0124)	-0.00752 (0.00548)	-0.0169 (0.0110)	-0.0243* (0.0124)	-0.00770 (0.00554)	-0.0175 (0.0110)
Observations	531	531	531	531	531	531
R-squared	0.137	0.129	0.134	0.137	0.115	0.134
F	2.180	2.034	2.116	2.170	1.786	2.129

注: (1) ***, **, * 分别表示在 1%, 5% 和 10% 水平上显著; (2) 括号中为标准误; (3) 实证还控制了新任董事长年龄 (Newage)、教育背景 (Newedu)、两职兼任情况 (Duality); 前任董事长任期 (Tenure)、股

权集中度 (H5)、董事会规模 (Board) 董事会议次数 (Meeting); 亏损 (Loss)、微利 (WeakProf)、平滑 (Smooth)、总资产收益率 (ROA)、公司规模 (Size)、财务杆杆 (Lev)、公司成长性 (Growth)、公司上市年龄 (Listage); 同时控制行业 (Ind) 和年度 (Year), 限于篇幅部分控制变量未列示。

另外, 本研究还检验了变更后一年、变更后两年的资产减值变化情况, 发现管理自主权与资产减值的关系不是很显著, 因为即使变更发生在第四季度, 而报表在第二年 4 月份在公布, 计提资产减值完全来得及, 所以当新任董事长具备较大管理自主权时, 在变更当年发现问题后就会及时揭露资产损失问题。

关于各控制变量, 继任董事长的年龄和教育背景与资产减值显著负相关, 说明继任董事长年龄越大, 其本身资历对自主权有促进作用, 受教育程度越高的董事长其被赋予的重视和权力也相应增加; 股权集中度对资产减值的影响不显著, 可能是因为在国有企业当中, 普遍股权相对集中, 因为差异不明显。董事会规模对资产减值显著正相关, 说明董事会规模越大, 新任董事长的相对权力也变大; 前任董事长任期与资产减值负相关但不显著, 说明前任董事长任期更长, 对现任董事长的管理自主权影响更大, 揭露投资失误行为减弱; 盈余管理控制变量方面, 只有亏损对资产减值显著正相关, 微利和平滑都不显著, 这进一步排除了新任董事长处于盈余平滑的动机而计提资产减值准备。

3、稳健性检验

本文采用三种方法对实证结果进行稳健性分析, 第一种方法采用 Robust 检验对实证模型进行回归分析, 显著性有所减弱, 基本结果与前文结论一致; 第二种, 本文对变更当年的资产减值变化率与管理自主权的关系进行了检验, 研究结论与前文基本一致, 限于篇幅, 上述两种方法实证结果限于篇幅均为列示; 第三种, 借鉴 Chen 等 (2010) 和李辉 (2014) 的方法, 将投资效率定义为投资偏误, 并检验董事长变更前后投资效率的变化情况进行稳健性检验。表 8 列示了董事长变更前后年度资产减值和投资效率的均值分布情况, 按继任董事长管理自主权小和继任董事长管理自主权大两种情况分别统计, 进一步检验变更前后管理自主权大小对投资失误揭露行为的影响。

表 8 董事长变更前后资产减值与投资效率变化对比

变更前后年度	继任董事长管理自主权小			继任董事长管理自主权大		
	t-1	t0	t+1	t-1	t0	t+1
总资产减值	0.427	0.256	0.349	0.191	0.233	0.221
长期资产减值	0.381	0.223	0.329	0.203	0.238	0.250
流动资产减值	0.046	0.033	0.02	-0.012	-0.004	-0.029
过度投资	9.434	10.554	7.451	9.482	9.388	11.512
投资不足	4.782	6.213	4.562	4.750	4.638	5.273
投资偏离	8.432	8.967	6.119	7.657	7.581	9.382

注: (1) 其中 t-1、t0、t+1 表示董事长变更前一年、变更当年和变更后一年; (2) 表中数值为年度均值。

图 1 显示了当继任董事长管理自主权相对较小时资产减值和投资效率的走势, 具体走向见图 1 和图 2。

由图 1 可以发现, 当继任董事长管理自主权较小时, 资产减值的走势与过度投资、投资不足均呈现反向关系。当期与变更前一期相比, 管理自主权小的情况下, 资产减值计提减少, 投资失误加重。当期与后一期相比出现资产减值计提增加而投资失误减弱的趋势。随着继任董事长的任职年限增加, 其管理自主权相应会增强, 继任前的投资失误逐步得到弥补和改善。结论和前文一致, 即继任董事长管理自主权较小时, 投资失误揭露不明显。

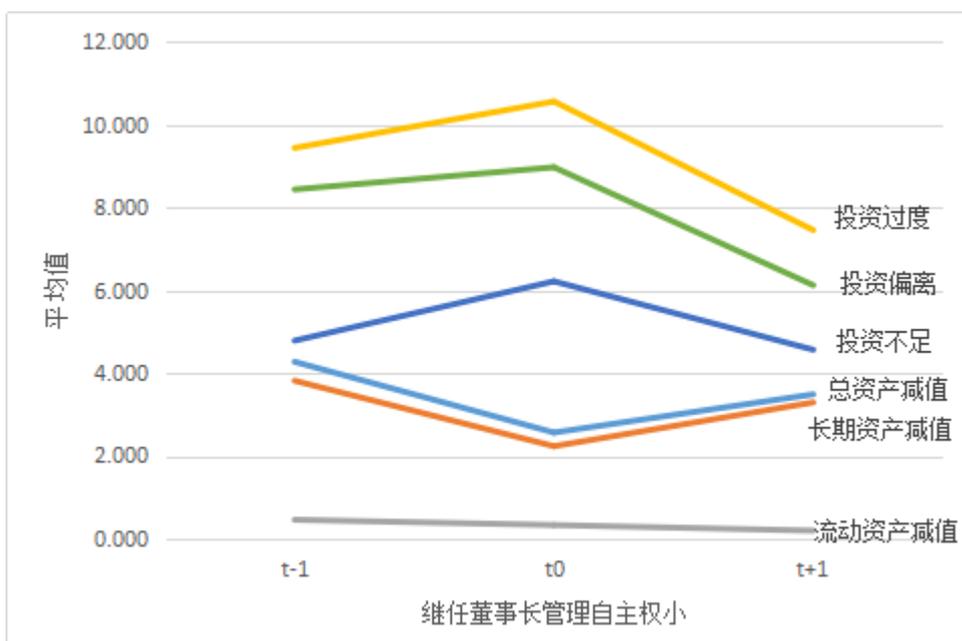


图 1 继任董事长管理自主权小时资产减值与投资效率走势对比

图 2 显示了当继任董事长管理自主权相对较大时资产减值和投资效率的走势。由图 2 可以发现，当继任董事长管理自主权较大时，资产减值的走势与过度投资、投资不足均存在一定的反向关系。与变更前一期相比，管理自主权大的情况下，资产减值增加，投资失误程度降低。说明管理自主权对资产减值的影响是出于稳健性动机，新任董事长管理自主权较大时倾向于暴露前任董事长投资失误行为。变更后一年资产减值任然呈增长趋势，但是投资效率偏离程度有所加大。由于前任董事长的投资失误，现任董事长继任当期在大量揭露和弥补后，后续资产减值减少，投资效率还不能及时得到提升，与前文的重要结论一致。

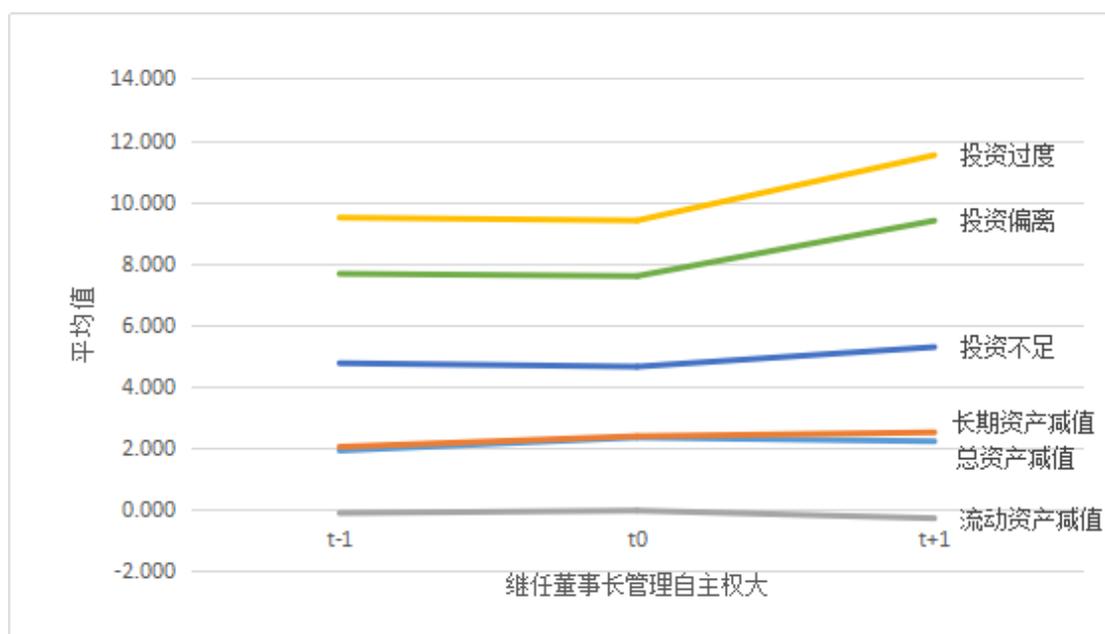


图 2 继任董事长管理自主权大时资产减值与投资效率走势对比

结论

管理自主权自提出以来得到广泛关注,国外对于管理自主权的研究集中于管理自主权的测度及其对企业经营行为和企业绩效的影响,对中国国有企业的制度背景下的相关研究不足,管理者在企业中何时扮演重要的角色,董事长变更过程中又是如何影响管理自主权,从而对企业投资失误和资产减值产生影响。本研究立足于中国特殊的经济制度背景,尝试在管理自主权框架下探讨国有企业董事长变更前后管理自主权与资产减值的关联性。研究结论表明董事长变更过程不同的人员安排确实会影响管理自主权,从而对投资失误揭露行为产生不同影响,具体主要结论如下:

(1) 前任董事长晋升到政府或集团时,继任董事长管理自主权较小,企业投资失误问题加重。离任董事长晋升到政府与长期资产减值显著负相关,而晋升到集团与资产减值负相关但不显著。说明离任董事长并没有完全脱离公司,对现任董事长任然具有一定限制。现任董事长改变企业投资决策的意愿受到压制,从而导致资产减值反应情况不明显,企业投资失误问题得不到及时补救从而失误加重;

(2) 前任董事长平调到集团内其他岗位时,继任董事长管理自主权偏大,企业投资失误问题减弱。前任董事长平调到其他岗位时长期资产减值显著正相关,前任董事长调离公司后对现任董事长牵制较少,带着高期望的继任董事长倾向于反映企业资产的真实价值,揭露企业投资失误问题。另外,前任董事长因降职或案件、退休或健康原因等对企业投资失误揭露也有一定正向影响,前任董事长因案件或降职离开公司后,继任董事长的相对自主权较大,可以及时的揭露企业投资失误问题;

(3) 继任董事长不同来源类型中继任者管理自主权与投资失误揭露行为有显著的影响。本研究将继任董事长来源细分为内部(两年内在公司任职)、外部(政府或国资委)、轮换(子公司或集团)以及继任董事长是否为总经理继任对资产减值的影响。结果发现内部继任董事长以及 CEO 继任董事长与长期资产减值显著负相关,外部继任董事长与长期资产减值显著正相关,而轮换则对资产减值正向但不显著。说明来自内部的继任者可能之前受制于前任董事长的因素更大,自主权受限。来自外部的继任者则拥有更多的自主权,倾向于及时反映前期企业投资失误问题;

(4) 国有企业董事长更替中管理自主权极端值对投资失误影响更为显著。董事长变更过程中离任董事长晋升到政府或集团且继任董事长来自内部时,新任董事长受前任董事长的限制较大,继任董事长管理自主权最小,投资失误揭露行为受到压制,与长期资产减值显著负相关。相反,当离任董事长平调或降职且继任董事长来自外部时,新任董事长管理自主权最大,与总资产减值和长期资产减值显著正相关。在这两种极端情况下,新任董事长的管理自主权对资产减值的影响更为显著;

(5) 国有企业董事长变更前后企业投资效率有所提升。关于资产减值的研究,一直争论是出于经济动机还是盈余管理动机,自从 2007 年新准则实施后尤其是长期资产减值更多的体现是出于经济动机,即稳健性原则,真实地反映资产价值。本研究在现有研究基础上借鉴 Chen 等(2010)和李辉(2014)的方法衡量投资效率,并区分过度投资和投资不足。检验董事长变更前后管理自主权不同情况下投资效率的变化,同时与资产减值变动进行对比。结果发现继任董事长管理自主权与当期投资效率偏离负向相关,即管理自主权有助于提升企业投资效率,资产减值与投资效率走势反向说明继任董事长计提资产减值的动机更多的体现为稳健性原则而不是盈余管理动机。

由文献综述可知国外对高管自主权的研究主要从测度及其对企业影响的理论分析为主,国内对高管团队的管理自主权研究起步较晚。国内外对高管变更事件的影响研究则更是忽略

了管理自主权这一重要因素。本研究探讨了国有企业董事长变更过程中的管理自主权与资产减值的关系。并且对比了董事长变更前后企业投资效率,发现新任董事长自主权对企业投资效率的影响有显著作用。本研究依据研究结论提出以下政策性建议:第一,国有企业改革过程中应重视董事长自主权对企业改革的影响。研究结果表明董事长的管理自主权对企业投资行为有显著影响;第二,企业在制定高管继任计划时,应同时考虑离任董事长和继任董事长的类型。本研究结果显示高管来自企业外部对提升企业投资效率更有效。而从描述性分析知,国内偏向于雇用内部继任者。因此,企业在考虑接班策略时,可多考虑从企业外部选拔。

本研究结论丰富了管理自主权的研究,但是也存在以下不足:第一,研究内容全面性有限。由于管理自主权的影响因素很多,本研究在前人研究的基础上综合考虑了离任董事长和继任董事长的相对权力情况,但是对于继任者个人特质的研究不是很全面。未来研究可朝更加全面的高管领导特质方面并搭配离任和继任综合考虑加以深入探讨;第二,对盈余管理因素控制不足。关于高管变更中计提资产减值的研究表明存在两种动机,即经济动机和盈余管理动机。虽然本研究控制国有董事长变更前是否亏损、扭亏、微利和盈余平滑等因素,但更精确的排除盈余管理因素研究方法有待进一步探讨。

参考文献

- [1] Hannan,M.T.,Freeman J.,The Population Ecology of Organizations[J].American Journal of Sociology, 1977,82(5):929-964.
- [2] Lieberman S., O' Connor J.F., Leadership and Organizational Performance: a Study of Large Corporations[J]. American Sociological Review, 1972,37(2): 117 - 130.
- [3] Hambrick D. C.,Finkelstein S.,Managerial Discretion: A Bridge between Polar Views of Organizational Outcomes[J]. Research in Organizational Behavior, 1987,9: 369-406.
- [4] Hambrick D.C., Abrahamson E., Assessing Managerial Discretion across Industries: a Multimethod Approach[J]. Academy of Management Journal 1995,38(5):1427 - 1441.
- [5] Barker V.L., Patterson P. W., Mueller G.C.,Organizational Causes and Strategic Consequences of the Extent of top Management Team Replacement During Turnaround Attempts[J]. Journal of Management Studies, 2001,38: 235-270."
- [6] Quigley & Hambrick, When the Former CEO Stays on as Board Chair: Effects on Successor Dismissal Discretion,Strategic Change , and Performance,2012.
- [7] Hambrick D.C.,Geletkanycz M.A.,Fredrickson J.W.,Top Executive Commitment to the Status Quo:Some Tests of Its Determinants[J].Strategic Management Journal,1993,14(6):401-418.
- [8] Miller D., Friesen P., Archetypes of Organizational Transition[J].Administrative Science Quarterly,1980, 25(2):268 - 299.
- [9] Tushman,Tushman M., Virany B., Romanelli E., Executive Succession,Strategic Reorientations and Organizational Evolution[J].Technology in Society,1985,7(2 - 3): 297 - 313.
- [10] Vancil R.F.,Passing the Baton: Managing the Process of CEO Succession[D]. Harvard Business School Press:Boston, MA.1987.
- [11] McGeehan P.,Citigroup' s Shadow Emperor[J]. New York Times. 2003,20(1),BU1.
- [12] Crossland C.,Hambrick D.C.,How National Systems Differ in Their Constraints on Corporate Executives: A Study of CEO Effects in Three Countries[J].Strategic Management Journal,2007,28:767-789.
- [13] Finkelstein S.,Boyd B.K.,How Much Does the CEO Matter? The Role of Managerial Discretion in the Setting of CEO Compensation[J].Academy of Management Journal,1998,41(2):179-199.
- [14] Romanelli E.,Tushman M.L.,Organizational Transformation as Punctuated Equilibrium:An Empirical Test[J]. Academy of Management Journal,1994,37(5):1141 - 1166.

- [15] Wiersema MF, Bantel KA. 1992. Top Management Team Demography and Corporate Strategic Change. *Academy of Management Journal* 35(1): 91 - 121.
- [16] DiMaggio P.J., Powell W.W., The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields[J]. *American Sociological Review*, 1983, 48(2): 147-160.
- [17] Andrews K., *The Concept of Corporate Strategy*. Homewood, IL: R.D. Irwin. 1971.
- [18] Child J., Organizational Structure, Environment and Performance: The Role of Strategic Choice[J]. *Sociology*, 1972, 6: 1-22.
- [19] Hambrick DC, Mason PA. Upper Echelons: the Organization as a Reflection of its Top Managers. *Academy of Management Review* 1984. 9(2): 193 - 206.
- [20] Zhang W. Decision Rights, Residual Claim and Performance: A Theory of How the Chinese State Enterprise Reform Works[J]. *China Economic Review*, 1997, 8(1): 67-82.
- [21] Hill C.W.L., Snell S.A., Effects of Ownership Structure and Control on Corporate Productivity[J]. *Academy of Management Journal*, 1989, 32(1): 25-46.
- [22] Degryse H., Jong A., Investment and Internal Finance: Asymmetric Information or Managerial Discretion? [J]. *International Journal of Industrial Organization*, 2006, 24(1): 125-147.
- [23] Jung K., Kim Y. C., Stulz R.M., Timing, investment Opportunities, Managerial Discretion, and the Security Issue Decision[J]. *Journal of Financial Economics*, 1996, 42(2): 159-186.
- [24] 彭倩. 经理自主权及其与 R&D 投入关系的实证研究——来自中国上市公司制造业的经验证据[D]. 浙江理工大学, 2011.
- [25] 张三保. 地区制度差异、CEO 管理自主权与企业战略选择——转型中国 2002-2007 年的证据[D]. 中山大学, 2012.6.
- [26] Kelly D., Amburgey T.L., Organizational Inertia and Momentum: A Dynamic Model of Strategic Change[J]. *Academy of Management Journal*, 1991, 34: 591-612.
- [27] Carpenter M.A., Golden B.R., Perceived Managerial Discretion: A Study of Cause and Effect[J]. *Strategic Management Journal*, 1997, 18: 187-206.
- [28] Weisbach M S. CEO Turnover and the Firm's Investment Decisions[J]. *Journal of Financial Economics*. 1995, 37(2): 159-188.
- [29] Chang E C, Wong S M L. Governance With Multiple Objectives: Evidence From Top Executive Turnover in China[J]. *Journal of Corporate Finance*. 2009, 15(2): 230-244.
- [30] 张兵, 徐金发, 章清. CEO 继任模式及其与企业绩效的关系——研究综述和进一步研究的理论框架, [J] *科研管理*, 2005: 53-59.
- [31] Strong J., Meyer J., Asset Write-downs: Managerial Incentives and Security Returns[J]. *Journal of Finance*, 1997(7): 643-661.
- [32] Reidl E.J., An Examination of Long-lived Asset Impairments[J]. *The Accounting Review*, 2004, 79(3): 823-852.
- [33] Francis J., Hanna J.D., Vicent L., Causes and Effects of Discretionary Asset Write-offs[J]. *Journal of Accounting Research*, 1996, 34(supplement): 91-114.
- [34] McNichols M., Wilson G.P., Evidence of Earnings Management from the Provision for Bad Debts[J]. *Journal of Accounting Research*, 1988, 9: 1-31.
- [35] Rees L., Gill S., Gore R., An Investigation of Asset Write-downs and Concurrent Abnormal Accruals[J]. *Journal of Accounting Research*, 1996, 34(supplement): 157-169.
- [36] García Lara J M, García Osma B, Penalva F. Accounting Conservatism and Firm Investment Efficiency[J]. *Journal of Accounting and Economics*. 2016, 61(1): 221-238.
- [37] 杨丹, 王宁, 叶建明. 会计稳健性与上市公司投资行为——基于资产减值角度的实证分析[J]. *会计研*

- 究. 2011(03): 27-33.
- [38] 魏明海,柳建华. 国企分红、治理机制与过度投资[J]. 管理世界, 2007(04): 88 - 95.
- [39] 杨华军,胡奕明. 制度环境与自由现金流的过度投资[J]. 管理世界, 2007(09):99-116.
- [40] 辛清泉,林斌,王彦超. 政府控制、经理薪酬与资本投资[J]. 经济研究, 2007(08):110-122.
- [41] Biddle G C, Hilary G, Verdi R S. How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency?[J]. *Journal of Accounting and Economics*. 2009, 48(2-3): 112-131.
- [42] Chen C.J., Chen S., Su X., Wang Y., Incentives for and Consequences of Initial Voluntary Asset Write Downs in the Emerging Chinese Market[J]. *Journal of International Accounting Research*, 2004, 3(1):43-61.
- [43] Murphy K J, Zimmerman J L. Financial Performance Surrounding CEO Turnover[J]. *Journal of Accounting and Economics*. 1993, 16(1-3): 273-315.
- [44] Barron J M, Chukov D V, Waddell G R. Top Management Team Turnover, CEO Succession Type, and Strategic Change[J]. *Journal of Business Research*. 2011, 64(8): 904-910.
- [45] Nakachi M, Wiersema M F. Executive Succession and Strategic Change in Japan[J]. *Strategic Management Journal*. 2015(36): 298-306.
- [46] Finkelstein S., Why is Industry Related to CEO Compensation? A Managerial Discretion Explanation[J]. *Open Ethics Journal*, 2009, 3:42-56.
- [47] Boeker W, Goodstein J. 1993. Performance and Successor Choice: the Moderating Effects of Governance and Ownership. *Academy of Management Journal* 36(1):172 - 186.
- [48] Shen W, Cannella A. 2002. Power Dynamics Within Top Management and Their Impacts on CEO Dismissal Followed by Inside Succession. *Academy of Management Journal* 45(6): 1195 - 1206.
- [49] 刘新民,王垒,吴士健. CEO 继任类型对战略变革的影响研究:高管团队重组的中介作用[J]. *管理评论*. 2013(08): 102-112.
- [50] Zajac E.J., Westphal J.D., Who Shall Succeed? How CEO/Board Preferences and Power Affect the Choice of New CEOs[J]. *Academy of Management Journal* 1996. 39(1):64 - 90.
- [51] 赵刚. 高管变更、继任者来源背景与会计稳健性[D]. 南京大学博士论文. 2011.
- [52] Richardson S. Over-investment of Free Cash Flow[J]. *Review of Accounting Studies*. 2006, 11(2-3): 159-189.
- [53] Chen. C H Y L J. Accounting Conservatism and Corporate Investment Decisions: Evidence from a Structural Assessment[J]. 2010.

The Board Chair Turnover, Managerial Discretion and Inefficient Investment: Evidence from China State-Owned Firms

Abstract: Top management change often regarded as a major event, related research on the impact of executives turnover on organization is still inconsistent. The reason maybe that when and how much the successors take a important role in the corporation also depend on their managerial discretion. Managerial discretion will be effected by the industry, organizational and personal characteristics and so on. While in the process of executives changes, there are little researchers pay attention to where the pre-executives to go and successor origin effect managerial discretion. this paper is going to discuss the relationship between the successor' s managerial discretion and assets impairment, which on behalf of inefficient investment using a sample of 620 turnovers state-owned companies listed on the Chinese Stock Exchange Corporation from 2005 to 2013. The conclusion of this research is as follows: It is apparent that the discretion of success board and long-term assets impairment. i.e., the former board chair promoted to group or government have significantly negative correlation with long-term assets impairment; The former board chair parallel transfer or demoted have significantly positive correlation with long-term assets impairment; insider successor have significantly negative correlation with long-term assets impairment and outsider successor have significantly positive correlation with long-term assets impairment, while turn is not obvious. The study also considered the effects of two extreme case of managerial discretion on assets impairment, the results remained significant. It illustrate that new board chair' s relative discretion does affect investment mistake expose behavior.

Keywords: Managerial discretion; Board chair change type; Inefficient investment; Assets impairment