

高级管理人员更换与经营业绩

朱红军

(上海财经大学 会计学院, 上海 200433)

摘要: 本文以 1996-1998 年间更换了董事长或者总经理的公司为样本, 分析了我国上市公司的经营业绩与高级管理人员更换之间的关系, 以及高管人员更换带来的盈余管理, 以检验我国企业中内部控制机制的有效性。本文首先将样本分为一次更换与多次更换、董事长更换与总经理更换, 以及董事长与总经理职位的分解等, 分析了经营业绩在不同的高管人员更换类型公司中的表现。然后, 本文采用回归分析的方法, 加入控制变量进一步检验了经营业绩与高管人员更换之间的相关关系。研究结果发现, 不同类型高管人员更换的公司表现出显著不同的经营业绩变化趋势。但是, 从总体来看, 低劣的经营业绩能够对高管人员的更换产生显著的影响力, 但是高管人员的更换并没有在短期内对经营业绩产生明显的促进作用, 只是带来显著的盈余管理。

关键词: 高级管理人员更换; 经营业绩; 盈余管理

中国图书分类号: F2 **文献标识码:** A

1 引言

大型企业或者跨国公司高级管理人员的更换通常是实务界非常关心的一个议题, 同时也是学术研究中的一项重要内容, 尤其是经营绩效是否成为影响高管人员更换的重要原因, 而高管人员的更换是否会导致经营业绩的大幅度改善等。有关这些内容的研究是公司治理研究的一个重要方面, 而我国证券市场发展暴露出来的大量问题已经向人们宣示了良好的公司治理是证券市场健康发展的基石。因此, 研究高管人员的更换的原因与经济后果, 尤其是经营绩效在高管人员更换中的作用, 可以剖析公司治理机制中的深层次问题。

由于我国证券市场有自己的发展轨迹, 并形成了与其他国家尤其是美国市场大为不同的特色, 因此研究我国自身特有的问题将变得非常必要。加上目前我国公司治理问题日益突出, 有关高管人员更换问题的研究成为了一项十分紧迫的课题。通过收集大量的数据和案例, 并通过构建系统的理论模型, 借助成熟的统计分析方法, 本文将为我国公司治理机制的现状分析提供大量的经验证据, 并为未来的改革方向提供一些建议。

2 公司控制机制与高管人员更换

高管人员更换的有效性是公司控制机制有效性的一个重要方面。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。当企业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。

除了内部控制机制以外, 良好的外部机制也是实现有效公司治理的保证。股票价格可以被视为最直接的外部控制机制, 而控制权的斗争以及外部市场兼并收购的激烈化程度, 也能起到激励高管人员努力工作的效果。活跃的外部兼并收购市场可以提高内部控制机制的有效

性，因为市场潜在收购者的压力越大，董事会发挥监督作用的激励也越大。西方的研究文献已经验证了这一点（Mikkelson 和 Partch, 1997），即外部控制机制与内部控制机制之间存在互相补充的关系。因此，当存在有效的外部控制机制和内部控制机制时，由于有损股东的利益，经营不力的高管人员将被董事会更换。

经过股份制改造，我国的许多企业也在不断加强董事会和监事会等内部控制机制对经理的监督与激励，以提高企业的经营效益，开始逐步形成有效的内部控制机制。中国企业家调查系统在 1999 年 8 月至 11 月在全国范围内组织实施了第 7 次“中国企业经营者问卷跟踪调查”，调查结果显示企业决策主体中董事会的地位在不断提高，尤其在股份有限公司和股份合作公司中已经占据重要地位（分别为 40.4% 和 30.9%）。而在企业的约束机制中，董事会与股东大会共同成为股份有限公司和股份合作公司经营者行为的主要监督部门。调查结果显示，尽管国有企业中仍由党政联席会议对重大事项作出决策，但是董事会的作用也逐渐得到发挥。另外，根据沪委组[1999]541 号《关于对市管企业干部实行分类分层次管理的若干暂行办法》，市管企业（国有大中型企业）的经理由董事会任命，并与董事会签定契约，明确经营目标，并建立以业绩考核为重点的年度考核、任期考核和重大经济事项考核，而经营业绩将是考核的一个重点。

另外，随着市场的逐步放开，特别是产权市场的放开，上市公司中大股东更换已经呈现逐年上升的趋势，有效的外部控制机制也在逐步形成。因此，董事会、监事会功能的逐渐强化，以及外部控制机制的逐步形成，将导致经营不力的高管人员更容易被更换。

从另一个方面来看，西方的研究文献也证实了前述的理论。根据西方的研究文献，高管人员的更换主要由两类原因引起，一类是企业重组过程控股股东的更换引起高管人员的更换，这类高管人员更换通常由于外部控制机制的作用所致；另一类是由于经营不力原因导致的高管人员更换，往往是由于内部控制机制影响的结果。朱红军（2002）已经检验了外部控制机制的作用，因此，本文仅检验内部控制机制在高管人员更换中的有效性，以经营业绩在高级管理人员更换中扮演什么样的角色作为研究的重点，即低劣的经营业绩是否会引起高管人员的更换，而高管人员的更换是否又会促进经营业绩的改善。这些问题的解答将有助于我们认识上市公司干部任命机制的现状与有效性。

对于经营业绩（本文中仅指会计收益，而不包括股票价格收益）与高管人员更换之间的关系，西方已经有大量的研究文献，认为低劣的经营业绩会在一定程度上导致高管人员的更换（Vancil, 1987; Gilson, 1989），而在高管人员更换后，从总体上看，经营业绩将会上升（Denis 和 Denis, 1995）。但是，在我国是否也存在这种情况，需要我们用实际数据来分析。

与经营业绩相关的是，高管人员的更换是否会带来一定程度的盈余管理，这也是本文将要研究的另一个重要问题。Elliott 和 Shaw（1988）以及 Strong 和 Meyer（1987）发现，高管人员更换后会带来大额资产核销，形成企业利润的迅速下降，这种“利润冲洗”（Big Bath）行为使继任者将责任推给前任，而将功劳留给自己。这是盈余管理中的机会主义观。除了机会主义观以外，与高管人员更换相联系的盈余管理中还存在有效契约观和信息观。当企业更换了高管人员后遭遇到暂时的挫折，影响了当期的经营业绩，但在不久的将来可以预期扭转这一不利局面时，通过适度的盈余管理向市场传递公司未来将有良好的经营局面，即为信息观。同时，通过这种盈余管理避免现任高管人员的免职，将有利于企业的稳定发展，减少了企业重新签订高管人员任免契约的成本，这就是有效契约观。相关的研究文献可以参见 Dechow 和 Sloan（1991），Bonnier 和 Bruner（1989）、Strong 和 Meyer（1987）等。

但是迄今国内尚缺乏相关的研究文献。虽然有学者对经营业绩与高管人员更换之间的关系进行了实证检验，并认为高管人员更换的可能性与公司绩效形成显著的负相关关系（龚玉池，2001）。但是，龚玉池只研究 1993 年底之前上市的 150 家上市公司，样本的选择具有很

大的局限性。另外作者根据董事长、总经理更换后是否留在董事会，将样本分为常规更换和非常规更换，分组标准的选择不够科学也会影响研究结果的准确性。

本文将在这些研究成果的基础上，扩大样本选择范围和进一步细分样本，选择更科学的业绩衡量指标，从不同的侧面检验经营业绩与高管人员更换之间的关系。本文以下部分内容将作如下安排：首先介绍本文的研究设计方案，包括初始样本的选择方法，数据的来源与覆盖的范围，以及经营业绩衡量指标的确定；然后，将样本分组，进行分组检验高管人员更换的不同特征是否具有不同的业绩变化表现；接下来，通过建立回归分析模型，检验高管人员更换与经营业绩之间的关系；最后，归纳本文的研究结论以及所代表的政策含义。

3 研究设计

3.1 初始研究样本

本文根据证券市场公开披露的信息收集了 1996-1998 年期间所有上市公司更换高级人员的数据¹，并且为了在一个较长期间内分析高管人员更换与经营业绩的关系，剔除了高管人员更换前上市时间不足两年的公司。另外，根据前文所述，本文只分析正常原因引起的高管人员更换，由于高管人员更换与大股东更换一般同时进行，还须剔除在高管人员更换当年大股东也发生更换的公司。在剔除以上因素后，1996、1997、1998 年分别有 85、90、157 家（共计 332 家）上市公司更换了董事长或者总经理，这些公司构成了本文的初始研究样本。本文在研究过程中将考察各个细分样本的经营业绩变化趋势，样本的细分参见文中具体说明。

3.2 数据

本文通过证券市场公开披露的信息载体收集所需的财务数据和高管人员更换数据，包括巨灵证券网站、《中国证券报》、《上海证券报》、《证券时报》等。由于公司在 IPO 时存在财务包装行为（卢文彬和朱红军，2001），本文所采用的财务数据均为上市后经过注册会计师审计后公开披露的数据，在一定程度上保证了研究数据的可靠性。

为了在一个较长的期间内考察高管人员更换与经营业绩的关系，本文将分析高管人员更换前后各两个年度的经营业绩。例如，1996 年变更高管人员的公司，-2、-1、0、1、2 年分别代表 1994、1995、1996、1997、1998 年。由于本文分析 1996、1997 和 1998 年更换了高管人员的公司，因此财务数据涵盖了 1994-2000 年共 7 个年度。另外，在回归分析时，还需要收集自 1994 年起上市时间已经超过五年的所有上市公司，即满足在 1996、1997、1998 年分别有高管人员更换前两个年度和更换后两个年度的公司。根据这样的原则，共收集 1022 个年度公司（一个年度中的一个公司为一个年度公司），在 1996、1997、1998 年分别有 273、288、461 个年度公司，合计为 1022 个年度公司。

为了控制行业因素与不同年份宏观经济的不同影响，我们对财务数据作了行业调整。我们按照中国证监会在 2001 年度公布的行业分类，进行适当的整理合并，归纳为 25 个行业，并计算出各个行业各个年度各项业绩指标的中位数。通过将样本公司的业绩指标扣除相应年度相应行业的中位数，即为经过行业调整后的业绩指标。

3.3 经营业绩衡量指标

为了考察经营业绩变化趋势，本文选择了几个科学的业绩衡量指标，具体说明如下：

(1) ROA^{ni} = 净利润 / 总资产，由于净利润包括了营业利润和非正常损益两个部分，该指标可用于分析经营业绩的总体变化情况；

(2) ROA^{oi} = 营业利润 / 总资产，由于营业利润是企业持续性利润的主要来源，该指标可用于分析持续性利润的变化情况；

(3) ROA^{bl} = 线下项目合计数 / 总资产, 其中线下项目 (即非正常损益) 等于投资收益、营业外收入、补贴收入三个项目的合计数扣除营业外支出之差。

一般而言, 企业进行盈余管理的途径包括应计项目和线下项目两条主要渠道。应计项目主要由流动性资产和流动性负债项目构成, 例如应收款项、存货、应付款项等。而线下项目则主要由投资收益、营业外收入、营业外支出和补贴收入等项目构成。在西方研究文献中, 由于证券市场非常成熟, 对企业的监管也很严格, 通过线下项目进行大量的盈余管理已经较为少见, 因此, 盈余管理主要通过应计项目进行, 例如多提或者少提存货和应收款项的准备金。但是, 在我国由于企业上市时的制度性安排, 造成了大股东绝对控制的局面。在这种情况下, 企业可以通过与关联方之间的大额资产交易的方式或者通过投资关系产生巨额利润, 陈信元和原红旗 (1998) 和朱红军 (2000) 已经验证了这一点。由于上市公司通过这种交易获得的利润或者产生的亏损额, 金额的大小容易控制, 因此, 它成为上市公司盈余管理的首选途径。上市公司与关联方之间的这种交易所形成的利润, 构成了线下项目的主要部分。因此, 本文在考察上市公司的盈余管理时, 通过采用线下项目在总资产中的比率作为衡量指标。其实, 早在本文之前, 已经有研究中国问题的国际学者采用这一指标来衡量盈余管理 (In-Mu Haw, Daqing Qi, Woody Wu, 和 Wei-Guo Zhang, 1998)。

4 分组检验

我们将首先分析不同的高管人员变更类型与经营业绩变化以及盈余管理的关系, 然后纳入高管人员的年龄、企业规模和公司资产负债率等几个控制变量, 利用 logit 回归模型分析经营业绩水平或者各年度之间的变化与高管人员更换之间的关系。

4.1 一次更换与多次更换

由于在考察期内, 一些上市公司多次更换董事长或者总经理。考虑到多次更换与一次更换高管人员的公司在经营业绩变化或者盈余管理上可能存在不同的特征, 因此本文分别加以研究。本文考察 1996、1997、1998 三个年度的高管人员更换, 将在 1995—1999 年间只更换一次高管人员 (董事长、总经理单独或者全部更换, 一次更换也可以理解为在 1995-1999 年间只有一个年度更换了高管人员), 而且高管人员变更当年控股权未变更的样本公司, 称为一次更换。在 1995—1999 年间更换一次以上高管人员, 而且高管人员变更当年控股权未变更的公司, 称为多次更换。通过收集有关数据, 一次更换中 1996、1997、1998 年更换了高管人员的公司数量分别为 16、13 和 42 家, 三年合计共 71 家, 而多次更换中, 在 1996、1997、1998 年发生更换的公司数量分别为 69、77 和 115 家, 三年合计共 261 家。

4.1.1 一次更换公司

一次更换公司在高管人员更换前后各两个年度的经过行业调整以后的经营业绩水平见表 1 (经过检验, 数据不服从正态分布, 因此只列示了中位数以及相应的 Wilcoxon 检验的 p 值)。

表 1

年份	ROA^m		ROA^{oi}		ROA^{bl}	
	中位数	P 值	中位数	P 值	中位数	P 值
-2	1.69%**	0.02	0.99%*	0.08	-0.17%	0.91
-1	0.66%**	0.05	0.90%***	0.01	0.12%*	0.06
0	0.12%	0.75	0.77%**	0.02	-0.27%	0.98

1	-0.39%	0.48	0.57%	0.40	-0.18%	0.49
2	-0.17%	0.15	0.38%	0.87	-0.24%	0.56
公司数量			71 家			

（表中，上标*、**、***分别表示在 10%、5%和 1%统计水平上显著；p 值为 Wilcoxon 检验的显著性概率值，下同）。

从表 1 可以发现，公司在更换高管人员前的经营业绩，无论是总资产净利润率还是总资产营业利润率，均显著高于行业平均水平。然而，更换高管人员以后，企业的业绩水平与行业水平持平，经营业绩明显下滑。从线下项目看，变更高管人员前一个年度显著高于行业平均水平，并且在一个相当高的水平上（线下项目在总资产中所占的比重，中位数为 0.12% 并在 10%水平上显著）。综合这些结果可以认为，这些公司在变更高管人员以前是一些绩优公司，但在变更高管人员以后业绩持续下滑，并在行业中保持中等水平。我们推测，这些公司由于经营业绩优良，高管人员得到提升，然而高管人员更换却使企业产生了很大的组织成本，在随后的一段时间内不能维持良好的业绩水平。而更换前一个年度显著的盈余管理是为了能够在市场上显示企业良好的形象，以增加职位升迁的筹码。

4.1.2 多次更换公司

以下将分析多次更换公司（共 261 家）的业绩变化与盈余管理状况。采用与一次更换类似的方法，对各多次更换公司的财务数据作了行业调整，并进行统计检验，分析结果见表 2。

表 2

年份	ROA^m		ROA^{oi}		ROA^{bt}	
	中位数	P 值	中位数	P 值	中位数	P 值
-2	-0.73%***	0.00	-0.87%***	0.00	-0.03%	0.13
-1	-0.95%***	0.00	-0.90%***	0.00	-0.05%	0.14
0	-0.71%***	0.00	-1.20%***	0.00	0.00%**	0.02
1	-0.49%***	0.00	-0.69%***	0.00	0.01%***	0.00
2	0.00%	0.17	-0.25%**	0.02	0.02%**	0.04
公司数量			261 家			

从表 2 可以发现，多次更换高管人员的公司在高管人员更换前后各 2 年内，经营业绩显著低于行业水平。这与一次更换公司在观察期内的经营业绩水平明显不同，一次更换公司的经营业绩在更换前要高于行业平均水平，在更换后也与行业平均水平持平。净利润或者营业利润指标均体现多次更换企业是一些绩差公司。高管人员更换后，虽然企业的线下项目显著高于行业平均水平，但在总资产中所占比重较小（中位数在 1、2 年度分别为 0.01%和 0.02%）。这种少量的盈余管理仍然无法扭转会计利润指标的低迷状态。我们推测，正是这种未能根本扭转的经营业绩水平促使企业连续更换高管人员。

上文分别分析了一次更换与多次更换公司的业绩变化以及盈余管理状况。通过比较这两

类公司可发现如下几点差异：（1）一次更换的公司通常是绩优公司，尤其在更换高管人员以前业绩显著高于行业平均水平，而多次更换的公司通常是绩差公司；（2）一次更换公司在更换了高管人员以后出现经营业绩下滑趋势，而多次更换则在更换高管人员以前出现业绩持续下滑，在更换了高管人员以后业绩下滑趋势停止，但业绩水平仍显著低于行业水平；（3）从线下项目看，一次更换的公司更换高管人员前一年度具有显著的高于行业水平的线下项目金额，而多次更换公司的线下项目自更换高管人员年度起出现正的显著高于行业平均水平的金额。这一差异可以反映这两类公司盈余管理动机的不同，一次更换的公司试图在市场上保持绩优形象，而多次更换的公司则试图通过更换高管人员扭转绩差形象。

4.2 董事长变更与总经理变更

在不同的企业组织架构中，董事长和总经理发挥着不同的作用，有些公司董事长占主导地位而有些公司则是总经理控制着企业的主要资源分配权。从整体市场来看，这两个职位究竟哪个起主导作用，我们希望通过将样本分为更换董事长，更换总经理等两类，并在控制行业因素后深入分析董事长或者总经理更换前后企业经营业绩的变化，以考察董事长或者总经理更换与经营业绩的相互影响关系的差异。在 1996-1998 年期间更换了高管人员的公司中，将只更换了董事长职务的公司界定为董事长更换，而只更换了总经理的公司界定为总经理更换。更换董事长的公司在 1996、1997 和 1998 年分别为 20、25 和 43 家，共计 88 家。更换总经理的公司在 1996、1997 和 1998 年分别为 40、38 和 64 家，共计 142 家。本文收集了更换董事长和更换总经理公司更换高管人员前 2 年至更换后 2 年的财务数据，经行业调整后，对相关指标进行统计检验，分析结果见表 3。

表 3

董事长更换			总经理更换	
年份	中位数	P 值	中位数	P 值
<i>ROA^m</i>				
-2	-0.94%**	0.05	-0.13%	0.46
-1	-0.82%***	0.01	-0.01%	0.99
0	-0.44%**	0.05	-0.49%	0.27
1	-0.34%**	0.03	-0.63%*	0.09
2	-0.32%	0.46	0.00%	0.42
<i>ROA^{oi}</i>				
-2	-1.25%*	0.06	-0.15%	0.49
-1	-0.37%	0.15	0.00%	0.79
0	-0.19%*	0.10	-0.81%	0.39
1	-0.45%*	0.07	-0.10%	0.24
2	-0.41%	0.57	0.00%	0.36
<i>ROA^{btl}</i>				
-2	-0.16%	0.38	-0.06%	0.56

-1	-0.10%	0.57	0.00%	0.18
0	-0.25%	0.64	0.08%***	0.01
1	-0.08%	0.68	-0.05%	0.23
2	0.04%**	0.03	-0.15%	0.86
公司数量		88		142

从表 3 可以发现，更换董事长的公司在更换前后经营业绩显著低于行业平均水平，而更换总经理的公司则在更换前后与行业平均水平基本持平。这在一定程度上说明，经营业绩不良的企业试图通过更换董事长而不是总经理来扭转企业经营现状，也从一个方面验证了董事长在公司中地位要比总经理重要。

4.3 权力分解与企业经营效益

高管人员更换中有一类比较特殊的现象，那就是许多公司原先的高管人员身兼董事长和总经理两项职务，在以后的更换中辞去其中一项职务（也许不是主动辞去，而是被强迫卸职，此处为方便表达，称之为辞职）。究其原因，有两种可能：一是公司为了改善其治理机制，分解董事长与总经理职务。考虑到董事长与总经理在企业中的不同作用，这种职权的分解有利于企业的发展；另一种可能是公司经营不力，迫于各种压力，原董事长兼总经理辞去其中一项职务，为其他能人贤士提供机会。

分解董事长和总经理这两项职务的结果可能有两种：一种结果是通过分解这两项职务，董事长与总经理各尽其职，促进企业发展；另一种结果是分解这两项职务并引进新的高管人员后，不但没有提高组织的效率，反而在董事长与总经理之间引进了原先所没有的摩擦，提高了组织运营的交易费用。在西方国家，董事长代表着股东的利益，而总经理只是职业经理，受董事会聘请并为股东经营资产，所以在董事长与总经理之间存在着委托与被委托，监督与被监督的关系。但是在我国上市公司中，大多数情况下，真正的股东是政府，董事长与总经理都是代理人，董事长与总经理基本上由政府任命，而且两者在这个组织中具有同等地位。因此在董事长与总经理之间并不存在西方企业中那种明晰的委托关系和监督关系，于是在中国将这两项职务合并可能更加有效率，而分解这两项职务反而会带来大量的组织费用。于东智和谷立日（2002）也认为董事长与总经理的两职完全分离不利于经理人员与董事会的沟通，将可能由于经理层与董事会的摩擦而对公司价值造成减损。

本文试图通过将收集实际数据考察董事长与总经理权力的分解，与经营业绩之间的关系。由于原董事长兼总经理辞去董事长职务的公司数量较少，这里只分析原董事长兼总经理辞去总经理的公司。分析的目的在于这种在形式上来看能够显著改善公司治理的举措是否可以发挥实际作用，提高公司的经营效益。在选择样本时剔除同年发生大股东变更的公司，同时要求满足在 1996—1998 年更换高管人员并且已有至少 2 年上市历史的公司。最后确定的样本公司在 1996、1997、1998 年分别为 16、16 和 26 家，合计 58 家。本文对这些公司经过行业调整的业绩指标进行了检验，检验结果见表 4。

表 4

ROA^m			ROA^{oi}		ROA^{bt}	
年份	中位数	P 值	中位数	P 值	中位数	P 值

-2	0.13%	0.21	-0.17%	0.45	-0.13%	0.34
-1	-0.35%	0.89	-0.49%	0.96	0.00%*	0.06
0	-0.92%	0.16	-0.88%	0.27	0.25%**	0.04
1	-0.80%	0.15	-0.18%	0.46	-0.08%	0.51
2	-0.13%	0.14	0.11%	0.29	-0.18%	0.38
公司数量			58 家			

从表 4 可以发现,以净利润或者营业利润衡量的业绩指标,在高管人员辞去总经理前后与行业水平没有显著差异,中位数检验的 p 值均大于 0.1。但是,线下项目在总资产中的比例在辞去总经理的当年与前一年,要显著高于行业平均水平。这说明企业业绩已经处于下降状态,但是依靠盈余管理使其与行业水平基本保持一致。这一点可以从各年度之间业绩变化的检验结果得到印证。

表 5 计算了两个相邻年份之间的业绩变化,并对中位数进行了 Wilcoxon 检验。检验结果见表 5。

表 5

ROA^m			ROA^{oi}		ROA^{bl}	
年份	中位数	P 值	中位数	P 值	中位数	P 值
(-2,-1)	-0.67%**	0.04	-0.27%	0.24	0.14%	0.74
(-1,0)	-0.50%**	0.05	-0.02%	0.39	-0.16%	0.88
(0,1)	-0.25%	0.40	-0.34%	0.50	-0.37%	0.10
(1,2)	-0.32%**	0.03	-0.76%**	0.02	-0.19%	0.11
公司数量			58 家			

从表 5 可以很明显地发现,以净利润衡量的经营业绩在高管人员辞去总经理之前已经呈现显著的下降趋势,如果剔除盈余管理因素,经营业绩的下降趋势还要剧烈。根据这些分析结果,本文推测,由于企业业绩的大幅下降,原董事长兼总经理被迫辞去了总经理职务,仅保留了董事长职务。但是,在辞去总经理职务之后,公司的业绩并没有马上止跌回升。从表 5 可以看出,无论是净利润还是营业利润,在辞去总经理职务之后的第 2 年均出现了显著的大幅下降(总资产净利润率下降幅度为 0.32%,而总资产营业利润率的下降幅度更是高达 0.76%,两个指标均在 5%水平上显著)。

5 回归分析

上文通过区分高管人员更换的不同类别,考察了高管人员更换与经营业绩水平以及变化趋势之间的关系。下文将利用 LOGIT 回归模型,加入控制变量,综合各种可能对高管人员更换产生影响的因素,分析高管人员更换与经营业绩之间的关系。

由于不同行业的企业受到不同宏观经济的影响,同时行业之间的特性差异也使不同行业的企业具有不同的盈利水平。我们采用对经营业绩进行行业中位数调整的方法,控制行业因素的影响。另外,我们在回归模型中还加入了公司规模和资产负债率两个控制变量,以控制这两个因素对高管人员更换的影响。

5.1 经营业绩对高管人员更换的影响

根据前文所述, 高管人员的年龄通常也是影响高管人员更换的重要因素, 因此, 在分析经营业绩对高管人员更换的影响时, 在回归模型中还需要加入董事长或者总经理的年龄作为控制变量。由于董事长或总经理的年龄通常不一样, 因此需要对董事长和总经理的更换分别分析。本文收集了各上市公司董事长或者总经理在 1996、1997 和 1998 年的年龄, 如果当年度董事长或者总经理更换, 则以前任董事长或者总经理在本年度的年龄计算。然后, 将董事长或者总经理的年龄根据是否临界退休年龄 60 岁, 设置哑变量, 如果小于 60 岁为 0, 大于或者等于 60 岁则为 1。随后, 先分别董事长或者总经理收集相关财务和其他数据, 然后纵向合并, 进行回归分析。

表 6 列示了更换前的经营业绩与高管人员更换之间的回归结果。

从回归结果来看, 在控制变量中, 资产负债率和高管人员的年龄与高管人员的更换显著正相关, 而规模与高管人员更换之间则不存在显著的相关关系。在控制了这些控制变量之后, -1 年度的经营业绩水平对高管人员的更换有一定的影响作用。-1 年度的经过行业调整以后的总资产收益率和总资产营业利润率对高管人员更换的影响作用, 分别在 0.0449 和 0.0164 的显著性统计水平上。这说明经营业绩水平对高管人员的更换确实具有显著的影响作用。

我们还分别用 LOGIT 回归分析方法, 检验了更换董事长或者更换总经理, 与更换前经过行业调整的经营业绩水平之间的关系, 并在检验过程中剔除了同一年中董事长与总经理均更换的公司。检验结果发现, 董事长的更换与更换前一个年度的经营业绩水平 (以营业利润或者净利润衡量) 显著负相关, 并与更换前二个年度的经过行业调整的总资产营业利润率显著负相关。但是, 总经理的更换与更换前的经营业绩并不存在显著的相关关系。这一结论与前文分组检验董事长或者总经理更换前的经营业绩水平时的结果相似 (考虑到论文篇幅, 董事长与总经理的分组回归检验结果不予列出)。

表 6

Logistic 回归模型: $\Pr(ceo) = \alpha + \beta_1 \times SIZE + \beta_2 \times LEV + \beta_3 \times AGE + \beta_4 \times Adj_ROA + \varepsilon$								
α	SIZE	LEV	AGE	Adj_ ROA_{-2}^{ni}	Adj_ ROA_{-1}^{ni}	Adj_ ROA_{-2}^{oi}	Adj_ ROA_{-1}^{oi}	有效观测值数量
-0.9560 (0.2873)	-0.1791 (0.3532)	0.8193** (0.0116)	0.9492*** (0.0001)	-0.3261 (0.8165)				1648
-0.9491 (0.2876)	-0.1687 (0.3762)	0.6951** (0.0245)	0.9497*** (0.0001)		-2.9934** (0.0449)			1648
-0.9794 (0.2782)	-0.1739 (0.3704)	0.8146** (0.0116)	0.9470*** (0.0001)			-0.3618 (0.7439)		1648
-1.0006 (0.2627)	-0.1533 (0.4221)	0.6583** (0.0344)	0.9447*** (0.0001)				-3.3136** (0.0164)	1648

上表中, 各个变量所代表含义如下:

$\Pr(ceo)$ 为高管人员更换的可能性。

α 为截距。

SIZE 为为高管人员变更前一个年度末的总资产的对数值（以 10 为底）。

LEV 为高管人员更换前一个年度末的资产负债率，即年末总负债/年末总资产。

AGE 为高管人员的年龄，如果小于 60 岁为 0，如果大于等于 60 岁则为 1。

Adj_ ROA 为经过年度行业中位数调整后的 *ROA* 指标，其中该指标右上角分别有 *ni*、*oi* 两个标记，*ni* 代表在计算总资产收益率时分子为净利润，*oi* 表示在计算总资产收益率时分子为营业利润，*btl* 表示线下项目，主要用于衡量企业通过线下项目进行盈余管理的程度；右下角的标记为年份标记，-2 代表高管人员更换前 2 年，-1 表示控股股东更换前 1 年。

我们进一步检验了高管人员的更换与更换前两个年度的经营业绩变化幅度之间的关系。在回归模型中也控制规模、资产负债率、行业和高管人员的年龄等因素，并以-1 与-2 年度的经营业绩变化幅度为自变量，利用 LOGIT 回归模型进行回归分析。分析结果见表 7。

表 7

Logistic 回归模型： $\Pr(ceo) = \alpha + \beta_1 \times SIZE + \beta_2 \times LEV + \beta_3 \times AGE + \beta_4 \times Dif_ROA + \varepsilon$						
α	SIZE	LEV	AGE	$Dif_ROA_1^{ni}$	$Dif_ROA_1^{oi}$	有效观测值 数量
-0.8436 (0.3489)	-0.2062 (0.2856)	0.8511*** (0.0075)	0.9561*** (0.0001)	-2.2063* (0.0924)		1648
-0.7566 (0.4032)	-0.2227 (0.2508)	0.8526*** (0.0074)	0.9635*** (0.0001)		-1.8932* (0.0837)	1648

上表中，各个变量所代表含义如下：

Dif_ ROA 为各个公司两个相邻年度的经过年度行业中位数调整后的 *ROA* 指标之差，其中该右上角分别有 *ni*、*oi* 两个上标，*ni* 代表在计算总资产收益率时分子为净利润，*oi* 表示在计算总资产收益率时分子为营业利润，*btl* 表示线下项目，主要用于衡量企业通过线下项目进行盈余管理的程度；右下角的下标为年份标记，2 代表高管人员更换当年与更换前 1 年的经营业绩之差，3 代表高管人员更换后 1 年与更换当年的经营业绩之差以此类推。

其余变量含义与表 6 相同。

从表 7 可以发现，控制变量中的资产负债率和高管人员的年龄与高管人员更换显著相关，而且高管人员更换与更换前一个年度经营业绩的下降成显著的负相关关系。本文进一步检验了更换董事长或者更换总经理，与更换前经过行业调整的经营业绩水平之间的关系，并在检验过程中剔除了同一年中董事长与总经理均更换的公司。但是检验结果发现，无论是董事长的更换或者总经理的更换与更换前的经营业绩变化幅度之间不存在显著的相关关系。

综合以上两项回归检验结果，可以认为低劣的经营业绩是更换高管人员的一项关键原因。这一研究结果与 Denis 和 Denis（1995）相似。这从一个方面说明我国上市公司高管人员更换中经营业绩所起的作用与西方市场存在很大的一致性。

5.2 高管人员更换对经营业绩的影响

与前述分析方法相似，我们以公司规模和资产负债率为控制变量，但以高管人员是否更换为自变量，经过行业调整的经营业绩水平或者变化幅度为因变量，建立回归分析模型，检验高管人员更换对经营业绩的影响。以经过行业调整的经营业绩水平为因变量的回归分析结果见表 8。

表 8

回归模型： $Adj_ROA = \alpha + \beta_1 \times SIZE + \beta_2 \times LEV + \beta_3 \times CEO + \varepsilon$						
因变量	α	SIZE	LEV	CEO	F 检验	Adj R ²
$Adj_ROA_1^{ni}$	0.0478 (0.1836)	-0.0115 (0.1248)	-0.0107 (0.2351)	-0.0027 (0.6132)	2.0390 (0.1068)	0.0034
$Adj_ROA_2^{ni}$	0.0703* (0.0782)	-0.0164** (0.0491)	-0.0055 (0.5865)	-0.0077 (0.1897)	2.5190* (0.0568)	0.0050
$Adj_ROA_1^{oi}$	0.0323 (0.3199)	-0.0060 (0.3738)	-0.0226*** (0.0057)	-0.0056 (0.2387)	4.5110*** (0.0038)	0.0114
$Adj_ROA_2^{oi}$	0.0374 (0.2692)	-0.0084 (0.2333)	-0.0135 (0.1119)	-0.0061 (0.2199)	2.6270** (0.0492)	0.0053
$Adj_ROA_0^{btl}$	0.0485*** (0.0001)	-0.0092*** (0.0001)	0.0023 (0.3817)	0.0028* (0.0661)	7.3370*** (0.0001)	0.0204
$Adj_ROA_1^{btl}$	0.0489*** (0.0001)	-0.0095*** (0.0001)	0.0054* (0.0611)	0.0030* (0.0783)	6.3860*** (0.0003)	0.0174
$Adj_ROA_2^{btl}$	0.0416*** (0.0021)	-0.0080*** (0.0046)	0.0048 (0.1563)	0.0007 (0.7280)	2.8170** (0.0381)	0.0059

上表中，各个变量所代表含义如下：

CEO 为高管人员更换，当更换时值为 1，否则为 0。

Adj_ROA 为经过年度行业中位数调整后的 ROA 指标，其中该指标右上角分别有 ni 、 oi 两个标记， ni 代表在计算总资产收益率时分子为净利润， oi 表示在计算总资产收益率时分子为营业利润， btl 表示线下项目，主要用于衡量企业通过线下项目进行盈余管理的程度；右下角的标记为年份标记，0 表示高管人员更换当年，1 表示高管人员更换后 1 年，2 代表高管人员更换后 2 年。

α 、 $SIZE$ 、 LEV 含义与表 6 相同。

回归分析中样本数据为 1022 个年度公司，其中 1996、1997、1998 年的公司数量分别为 273、288、461 个。

从表 8 可以发现，高管人员更换并没有促进经营业绩在更换后两年内出现显著的上升趋势。从回归分析的数据结果看，高管人员更换（CEO）变量除了以线下项目为因变量的模型中显著以外，在其他情况下并不显著。在以经过行业调整以后的线下项目为因变量的回归模型中，在 0 年时 CEO 变量的系数为 0.0028（p 值为 0.0661），在 1 年时 CEO 变量的

系数为 0.0030 (p 值为 0.0783)。这可以说明高管人员的更换在短期内只是给企业带来盈余管理, 而并没有提高企业的经营效益。这一结果进一步可以从以经营业绩的变化幅度为因变量的回归模型中得到印证。表 9 列示了以经过行业调整以后的经营业绩变化幅度为因变量的回归分析结果。

表 9

回归模型: $Dif_ROA = \alpha + \beta_1 \times SIZE + \beta_2 \times LEV + \beta_3 \times CEO + \varepsilon$						
因变量	α	SIZE	LEV	CEO	F 检验	Adj R ²
$Dif_ROA_3^{ni}$	0.0308 (0.3505)	-0.0089 (0.1967)	0.0087 (0.2954)	0.0089* (0.0650)	1.8970 (0.1284)	0.0029
$Dif_ROA_4^{ni}$	0.0226 (0.5539)	-0.0049 (0.5382)	0.0053 (0.5826)	-0.0050 (0.3695)	0.4230 (0.7362)	-0.0019
$Dif_ROA_3^{oi}$	0.0183 (0.5130)	-0.0063 (0.2806)	0.0086 (0.2219)	0.0080* (0.0514)	2.0260 (0.1087)	0.0034
$Dif_ROA_4^{oi}$	0.0052 (0.8542)	-0.0024 (0.6818)	0.0090 (0.2029)	-0.0005 (0.9050)	0.5420 (0.6536)	-0.0015
$Dif_ROA_2^{btl}$	0.0289** (0.0237)	-0.0066** (0.0129)	0.0037 (0.2461)	0.0045** (0.0168)	4.0730*** (0.0069)	0.0100
$Dif_ROA_3^{btl}$	0.0004 (0.9779)	-0.0004 (0.8966)	0.0032 (0.3284)	0.0002 (0.9081)	0.3470 (0.7915)	-0.0022
$Dif_ROA_4^{btl}$	-0.0072 (0.6400)	0.0015 (0.6449)	-0.0006 (0.8726)	-0.0023 (0.3119)	0.4150 (0.7425)	-0.0019

上表中, 各个变量所代表含义如下:

CEO 为高管人员更换, 当更换时值为 1, 否则为 0。

Dif_ROA 为各个公司两个相邻年度的经过年度行业中位数调整后的 ROA 指标之差, 其中该右上角分别有 *ni*、*oi* 两个上标, *ni* 代表在计算总资产收益率时分子为净利润, *oi* 表示在计算总资产收益率时分子为营业利润, *btl* 表示线下项目, 主要用于衡量企业通过线下项目进行盈余管理的程度; 右下角的下标为年份标记, 2 代表高管人员更换当年与更换前 1 年的经营业绩之差, 3 代表高管人员更换后 1 年与更换当年的经营业绩之差以此类推。

α 、SIZE、LEV 含义与表 6 相同。

回归分析中样本数据为 1022 个年度公司, 其中 1996、1997、1998 年的公司数量分别为 273、288、461 个。

从表 9 的回归结果可以发现, 高管人员的更换未能促进经营业绩的上升。虽然, 以 $Dif_ROA_3^{oi}$ 为因变量时, CEO 的系数为 0.0080 (p 值为 0.0514), 但是模型的 F 检验并不显著 (F 检验值为 2.0260, p 值为 0.1087)。但是, 以 $Dif_ROA_2^{btl}$ 为因变量时, CEO 的系数为 0.0045 (p 值为 0.0168), 而且 F 检验也在 1%水平上显著, 说明高管人员更换确实能

够带来盈余管理。这一结果与上文结果相吻合。

除此之外，本文还检验了董事长更换或者总经理更换与更换经营业绩之间的关系。检验结果发现，董事长的更换与更换当年的线下项目水平显著正相关，而总经理的更换则与更换当年线下项目的增长幅度显著正相关，这进一步验证了高管人员的更换能够给企业带来大量的盈余管理。

6 研究结论与启示

经营业绩与高管人员更换之间的关系，是公司治理研究中的一个重要论题。本文通过收集我国上市公司的有关数据，检验了经营业绩对高管人员更换的影响作用，以及高管人员更换对经营业绩的促进作用。

本文在回顾相关研究文献之后，首先将高管人员的更换分为不同的类别，以检验不同类别的高管人员更换与经营业绩之间是否会呈现不同的关系。这些不同的类别包括一次更换与多次更换、内部聘任与外部聘任、董事长更换与总经理更换，以及董事长与总经理权力的分解。然后，本文采用回归分析的方法，加入控制变量进一步检验了经营业绩与高管人员更换之间的相关关系。研究结果发现，不同类型高管人员更换的公司表现出显著不同的经营业绩变化趋势。但是，从总体来看，低劣的经营业绩能够对高管人员的更换产生显著的影响力，但是高管人员的更换并没有在短期内对经营业绩产生明显的促进作用，只是带来显著的盈余管理。

根据以上研究结果，对于以后的政策制订或者认识企业的经营管理行为具有以下启示：

6.1 改变干部任命的短期化

通过上文可以发现，经营业绩优秀公司的高管人员通常被更换，在更换后通常进入政府担任行政职务或者升任其他职务。产生这种结果的原因在于上市公司大部分是国有控股公司，干部任命机制仍遵循行政体制安排。在这样的干部任命机制中，政企不能分开，业绩优秀的高管人员将进入行政机关，而业绩低劣的高管人员将被更换到其他单位，使得高管人员对自己任期的预期较短，于是会引致经营的短期化行为。

行政与企业不能充分分开还会带来另一个严重问题，即企业的大量政策性负担，如为政府的就业压力、公共设施改造等承担责任。政策性负担的存在将导致所有者对经理人的绩效评估缺乏有效的指标（闫伟，1999）。因此，经理的前途在很大程度上取决于各种偶然因素，这样经理的前景就具有很大的不确定性。因此，企业经理的预期任期比较短暂，也会导致经理的短期行为，甚至产生严重的道德风险问题。要改变这种现状，只有彻底割裂公司与行政机关的关系，对公司进行彻头彻尾的公司制改造，做到政企分开。

6.2 健全公司的激励机制

由于国有股权的控制权实际掌握在行政机关中，导致国有股权的控制权被行政官员或者企业经理所操纵。这就导致所有者缺乏对经理人的有效业绩评价，并产生严重的内部人控制问题。要改变这种现状，一方面要设计科学的业绩评价指标体系，以经营业绩为重点考核经理人的经营绩效，并做到奖罚有度。另一方面要大幅度提高经理人的持股水平，降低代理成本。

6.3 强化董事会和监事会的功能，健全企业的内部控制机制

通过健全预算制度和财务监控，可以控制企业的费用。改变目前经理人和董事会的人事重叠，分离董事会与经理人的职权和人选，强化董事会的功能，加强对经理人的绩效考核和监督，也是提高企业绩效的一个有效方法。加强监事会的职能，监督经理人的行为，健全对经理人行为的过程控制，以改善公司的治理机制。

6.4 为了对公司高管人员形成足够的外在监督机制，需要发展我国的经理人市场

经理人市场的培育将有助于提高经理人经营绩效在公司管理人员任免中的作用，从而达到“任人唯贤”的目的。

参考文献

- [1]Bonnier,K.A. Bruner R.F. An analysis of stock price reaction to management change in distressed firms[J]. Journal of Accounting and Economics, 1989(11): 95-106.
- [2]Dechow, P.M., R.G. Sloan. Executive incentives and the horizon problem: An empirical investigation[J]. Journal of Accounting and Economics, 1991(14):51-89
- [3]Denis and Denis. Performance changes following top management dismissals[J]. Journal of Finance, 1995(4)
- [4]Elliott, J. W. Shaw. Write-offs as accounting procedures to manage perceptions[J]. Journal of Accounting Research, 1988(26):91-119.
- [5]Gilson, S.C. Management turnover and financial distress[J]. Journal Financial Economics, 1989(25):241-262.
- [6]In-Mu Haw, Daqing Qi, Woody Wu, Wei-Guo Zhang. Earnings Management of Listed Firms in Response to Security Regulations in China's Emerging Capital Market[Z], Working Paper, 1998
- [7]Mikkelsen, W., Partch, M.M.. The decline of takeovers and disciplinary managerial turnover[J]. Journal of Financial Economics, 1997(44):205-228.
- [8]Strong, J. J. Meyer. Asset writedowns: Managerial incentives and security returns[j]. Journal of Finance, 1987(42): 643-663.
- [9]Vancil, R. Passing the Baton: Managing the Process of CEO Succession[A]. Boston, MA :Harvard Business School Press,1987
- [10]陈信元,原红旗.上市公司资产重组财务会计问题研究[J].会计研究,1998(10)
- [11]龚玉池.公司绩效与高层更换[J].经济研究,2001(10):75-82
- [12]于东智,谷立日.公司的领导权结构与经营绩效[J].中国工业经济,2002(2)
- [13]卢文彬,朱红军.IPO 公司经营业绩变动与股权结构研究[J].财经研究,2001(7)
- [14]闫伟.国有企业经理道德风险程度的决定因素[J].经济研究,1999(2)
- [15]中国企业家调查系统.中国企业经营队伍制度化建设的现状与发展——2000 年中国企业经营成长与发展专题调查报告[J].管理世界,2000(4)
- [16]朱红军.大陆上市公司盈余管理分析[J].实用税务（台湾）,2000(12),2001(1)
- [17]朱红军.大股东更换与高级管理人员更换：经营业绩的作用[J].会计研究,2002(9)

Top Manager Turnovers and Financial Performance

ZHU Hong-jun

(Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

Abstract: This paper examined the relation between the top management turnovers and financial performance during the period of 1996-1998. First, this paper examined the performance change of the sub-sample of top management turnover once or more times, chairman turnover or general manager turnover, and the separation of position between chairman and general manager. Then, this paper uses the logit regression model to test the relation between the top management turnovers and performance. This paper finds that the directions of performance movement of different top management turnovers are different. But, as a whole, poor performance can result in the top management turnover. However, the top management cannot bring the significant increase of performance.

Key words: top management turnover; financial performance; earnings management; empirical study

收稿日期: 2003-05-18; 修回日期: 2003-9-20

作者简介: 朱红军 (1976-), 男(汉族), 浙江绍兴人, 上海财经大学大学副教授。

¹ 本文在研究我国上市公司高管人员更换时, 仅分析公司董事长与总经理两个职位的更换与经营业绩之间的关系。