

# 较差的行业环境会导致更多的 CEO 被变更吗?

——基于 A 股上市公司的经验证据

胡刘芬, 周泽将

(安徽大学商学院, 安徽 合肥 230601)

**摘 要:** 本文以 2004~2014 年在沪、深两市交易的 A 股公司为研究样本, 实证检验了行业环境对我国上市公司 CEO 变更决策的影响。研究结论显示: 外部行业环境引起的企业绩效越差, CEO 被非自愿变更的可能性越大。结合我国特殊的制度背景进一步探讨了不同所有权性质以及制度环境下 CEO 变更决策的差异性, 结果表明: 与非国有企业相比, 国有企业 CEO 变更决策更可能受到外部行业环境的影响, 较好的制度环境有助于降低行业环境对国有企业 CEO 变更的影响程度。

**关键词:** 行业环境; CEO 变更; 所有权性质; 制度环境

**中图分类号:** F276.6      **文献标识码:** A      **文章编号:** 1004-4892(2017)02-0076-09

## 一、引 言

合理的 CEO 变更决策是评价公司治理有效性的一个重要方面。一般认为, CEO 变更决策应该反映总经理的能力和努力工作情况, 然而现实的情况是董事会无法直接观察到 CEO 的专业技能和勤勉程度, 因此大多数企业的做法是将 CEO 变更与经营业绩相挂钩<sup>[1][2][3]</sup>。Hirshleifer 和 Thakor (1998)<sup>[4]</sup> 以及 Hermalin 和 Weisbach (2001)<sup>[5]</sup> 等建立经济学模型指出, 由于 CEO 的能力不会随着外部环境发生变化, 因此董事会在评价 CEO 能力时应该从公司经营业绩中过滤掉所有外部可观察的系统性因素, 当其他条件一定时, 董事会既不会在外部环境较差时辞退更多的 CEO 也不会在外环境较好时留任更多的 CEO, 即理论上 CEO 的变更决策不会受到外部环境的影响。在实证研究方面, 西方学者们基于不同国家不同时期的样本数据得出了不一致的研究结论<sup>[6][7][8]</sup>。

我国经济正处在转型时期, 各种所有制成分并存, 各地区经济发展不同步, 国内外制度背景的差异必定使国内上市公司的 CEO 变更呈现不同于国外上市公司的特点。本文根据 CSMAR 数据库中与 CEO 变更相关的数据绘制了 2004~2014 年我国上市公司 CEO 变更比例与行业环境的年度走势图(图 1), 从中不难发现, 行业环境与 CEO 变更比例呈现截然相反的变化趋势, 在行业环境较好的年份 CEO 变更比例较低, 而当行业环境较差时 CEO 变更比例较高, 说明我国上市公司的 CEO 变更决策很可能受到外部行业因素的影响。进一步地, 董事会在评价公司业绩进而对 CEO 做出任免决策时是否会剔除行业系统性因素的影响? 在不同所有权性质的公司中 CEO 变更决策有何差别?

收稿日期: 2016-04-12

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(71502001; 71302113); 安徽省高校人文社科基金资助项目(SK2015A233)

作者简介: 胡刘芬(1987-), 女, 安徽安庆人, 安徽大学商学院讲师, 博士; 周泽将(1983-), 男, 安徽安庆人, 安徽大学商学院副教授, 博士。

公司所处的制度环境又会怎样影响董事会对 CEO 的任免行为? 对这些问题的回答有助于揭开我国上市公司 CEO 变更问题的黑箱, 厘清董事会对总经理做出任免决策的内在机理。然而, 国内鲜有学者对此问题展开实证研究。

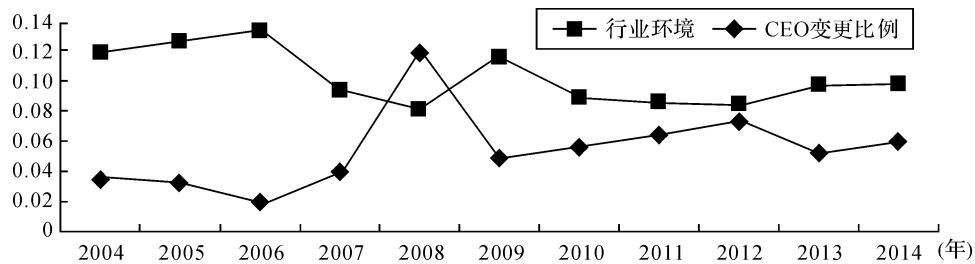


图1 CEO变更比例与行业环境年度走势<sup>①</sup>

## 二、理论分析与研究假设

传统经济学理论认为, 董事会对总经理能力进行考核评价时应该剔除那些总经理本身无法控制的外部因素对公司业绩产生的影响, 如果考评结果表明总经理能力低于其他备选总经理的期望能力, 董事会会在权衡相关成本和收益之后将会做出变更总经理的决策<sup>[7][9]</sup>。按照这种理论逻辑进行推理, CEO 的变更决策不会受到外部环境的影响, 由于事先考虑了所有可观察的不可控因素的影响, 采用这种相对业绩评价方法(Relative Performance Evaluation)可以对 CEO 能力和努力程度做出更客观的评价, 从而达到有效激励和约束总经理的目的。然而, 该理论模型是建立在严格的假设基础上的, 这些假设包括: 第一, CEO 能力以及董事会对 CEO 能力的评判不受商业周期和其他外在因素的影响; 第二, CEO 能力及 CEO 行为不会影响同行业其他企业的业绩; 第三, 董事会是有效率的, 其有能力甄别、剔除外界不可控因素对企业绩效的影响并以此作为考察 CEO 能力的依据。

但是, 现实世界是复杂多变的, 这些建立在严格假设基础上的理论模型无法完美解释实践中 CEO 的变更决策<sup>[8]</sup>, 偏离任何一个假设都可能导致相对业绩评价方法失效。首先, 与环境较好时相比, 董事会会在较差环境下能获得更多或更重要的与 CEO 能力有关的信息, 行业整体状况恶化对 CEO 能力提出了新的要求, 当现任 CEO 的能力无法满足外部环境需要时就可能被替换。Eisfeldt 和 Kuhnen(2013)<sup>[10]</sup>通过建立竞争性分配模型指出, 企业价值取决于 CEO 和企业之间的匹配情况, 当 CEO 与企业之间基于诸多因素达到最优匹配时公司价值可实现最大化, 行业环境是影响 CEO 与企业之间相互选择的因素之一, 当行业状况发生变化时, 企业对 CEO 的选择标准和要求会随之改变, 即使对过去环境有很好适应的那些经理人也可能缺乏新环境下所需要的技能, 从而引起 CEO 与企业之间的匹配程度下降<sup>[11]</sup>, 最终导致董事会解聘现任 CEO 并重新寻觅匹配程度更高的经理人员。其次, 在寡头垄断行业(或小行业)中只有少量的企业在生产同种产品, 并且每家企业在产品市场中均占据较大的市场份额, 因此行业内企业的经营方式和价格政策及其变化都会对其他企业产生重要影响, 而企业到底采取何种经营方式、制定怎样的价格政策, 其决策权主要在于 CEO, 故 CEO 能力或行为可能影响同行业其他企业的经营, 比如制定一个新的行业准则或发起恶价格竞争, 行业整体业绩下降的主要原因在于该 CEO 采取了不合适的行动, 此种情形下 CEO 也可能因较差的行

<sup>①</sup> 图1采用等权的行业平均绩效(总资产收益率)作为行业环境的衡量指标, CEO变更比例为CEO发生变更的公司数占当年所有公司数的比重。图中数据均由作者根据CSMAR数据库中CEO变更和行业数据自行整理。

业绩被解雇。最后,现实中董事会可能是低效率的,高明华等(2014)<sup>[12]</sup>从董事会结构、独立性、行为和激励与约束四个维度对A股上市公司董事会治理效率进行评价,结果发现治理指数达到60分(及格)以上的仅占11.54%,四个分项指数的平均值均低于及格水平,这表明我国上市公司的董事会治理效率总体偏低,他们没有足够的能力对企业业绩做出正确归因,当企业业绩受到外部不可控因素而非CEO本身的不利影响时CEO仍可能为此付出代价,即董事会可能将这些不利影响归因于CEO能力不足或行为失误最终做出变更CEO的决策。基于上述几种可能的原因,现实中CEO变更决策可能受到外部环境的影响,董事会根据企业绩效考核CEO能力时无法完全剔除外部行业因素的影响,当外部行业环境较好时,企业业绩上升,CEO被变更的概率较低,相反,当外部行业环境较差时,企业业绩下降,CEO被变更的概率上升。我们提出如下假设:

假设1:CEO变更决策受到公司所处行业环境的影响,由行业环境引起的企业绩效越差,CEO被变更的概率越高。

根据所有权性质和经营目标不同,我国上市公司可以分为两种类型:国有企业和非国有企业。国有企业的实际控制人是国家,而国民又无法成为真正的委托人,国家授权中央或地方政府行使出资人的权利,各级政府又委托其下属的国有资产管理部负责国有资产管理的具体事务,过长的委托代理链条和所有者缺位导致国有企业面临非常严重的代理问题<sup>[13]</sup>。前人研究表明,国有企业和非国有企业的治理效率存在较大差异<sup>[14][15]</sup>,很多学者指出差异产生的主要原因是政府干预<sup>[16][17]</sup>。一方面,国有企业必须承担一系列的政策性负担,致使公平且充分竞争的市场环境难以形成,不能产生企业经营绩效的充分信息<sup>[18]</sup>,董事会与总经理之间的信息不对称更严重,董事会对公司业绩做出正确归因的难度加大;另一方面,上级政府官员掌握了国企董事长和总经理的考核及任免权<sup>[19]</sup>,这种非市场化的选拔机制造成董事会治理效率低下,低效董事会可能将那些外部不可控因素产生的不利影响归因于CEO能力不足并最终做出变更CEO的决策。

此外,国有企业具有天然的政治联系,在资金投入、政府补贴、税收优惠、外部融资、特许经营等方面具有明显优势,通常具有规模大、垄断能力强的特点,其在行业中的影响力也是其他实力微弱的非国有企业无法比拟的。由于大型国有企业通常是行业规则的制定者,它们的战略和行为可能影响到整个行业的竞争格局和发展方向,如果整个行业绩效下滑的主要原因是这些企业的CEO做出了错误的战略决策,此种情形下CEO也可能因较差的行业绩效被更换。基于此,本文提出如下假设:

假设2:与非国有企业相比,国有企业CEO变更决策受行业环境的影响更大。

由于地理位置、国家政策或历史因素等的影响,我国各地区制度环境存在明显差异。本文采用樊纲等(2011)<sup>[20]</sup>的市场化进程作为制度环境的代理变量,他们将市场化进程细分为五个方面,分别是政府与市场的关系、市场中介组织发育程度和法律制度环境、非国有经济的发展、产品市场的发育程度以及要素市场的发育程度。我们分别从这五个方面探讨制度环境对CEO变更决策的可能影响。

首先,市场化水平越高的地区政府的干预型功能越小,市场本身的调节作用得到增强,此时政府越倾向于和企业保持适当的距离<sup>[17]</sup>,政府对企业特别是国有企业的干预程度下降,这种公平竞争的市场环境降低了信息的不对称程度,国企董事会对公司业绩做出正确归因的信息成本下降。其次,市场中介组织的发展和健全的法律法规增强了投资者保护力度,外部投资者对公司管理层施加的压力更大<sup>[21]</sup>,为此经理层会提供更加及时准确和透明的财务报告<sup>[22]</sup>,高质量的财务报告有助于董事会更好地考核和评价总经理的能力,并据此做出合理的总经理变更决策。再次,随着非国有经济、产品市场以及要素市场的发展,国有企业面临的竞争程度越来越激烈,为了维持自身的经营,国有企业不得不主动调节自身的管理制度以适应不断变化的外部环境<sup>[23]</sup>,其中包括将高

级管理人员的选拔机制由传统的注重政治业绩的行政任命方式改为市场化的注重管理能力的公开选聘方式，市场化的选拔机制提升了董事会治理效率，董事会对企业业绩做出错误归因的概率减小。最后，在市场化程度较高的地区，随着政府扶持力度的减小，国有企业在资金投入、政府补贴、税收优惠、外部融资、特许经营等方面的优势不再明显，在行业中的地位逐渐降低，国企 CEO 的决策对整个行业的影响力减弱，其因行业绩效下滑被更换的可能性下降。据此，我们提出如下假设：

假设 3：与市场化水平较低的地区相比，市场化水平较高地区的国有企业 CEO 变更决策受到外部行业环境的影响较弱。

### 三、研究设计

#### （一）样本数据的选择

本文以 2004 ~ 2014 年在上海、深圳交易所上市交易的 A 股公司作为初始样本，为了研究需要，我们按照如下步骤对初始样本进行筛选：（1）删除数据缺失的样本；（2）剔除金融或保险类上市公司样本；（3）由于 PT、ST、\* ST 类上市公司财务状况不具有可比性，我们对这些样本进行剔除；（4）对同一年内发生多次 CEO 变更的上市公司，以第一次变更作为观测对象。最终得到来自 2390 家上市公司的 14619 个观测值。为了消除极端值的影响，我们对所有连续型数据在 1% 和 99% 水平上进行缩尾处理。研究所涉及的 CEO 变更、公司治理和其他财务数据通过 CSMAR 数据库获取，市场化进程数据来自樊纲等 (2011) [20]。

#### （二）模型构建与变量定义

为了验证假设 1，本文借鉴 Garvey 和 Milbourn (2006) [24] 以及 Jenter 和 Kanaan (2015) [8] 构建两阶段回归模型，第一阶段模型将公司绩效分成两部分，分别是行业系统性因素引起的部分和公司个体因素引起的部分；第二阶段模型用于检验 CEO 被变更的概率是否与行业系统性因素引起的公司绩效有关。具体模型如下所示：

$$\text{第一阶段: } ROA_{i,t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 \overline{ROA}_{t-1} + \nu_{i,t-1} \quad (1)$$

$$ROA_{i,t-2} = \beta_0 + \beta_1 \overline{ROA}_{t-2} + \nu_{i,t-2} \quad (2)$$

$$\begin{aligned} \text{第二阶段: } \text{Logit}(\text{CEOturnover}_{i,t}) = & \gamma_0 + \gamma_1 R\hat{O}A_{i,t-1} + \gamma_2 \hat{\nu}_{i,t-1} + \gamma_3 R\hat{O}A_{i,t-2} + \gamma_4 \hat{\nu}_{i,t-2} \\ & + \gamma_5 \text{Controls} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (3)$$

$$\text{其中, } R\hat{O}A_{i,t-1} = \hat{\alpha}_0 + \hat{\alpha}_1 \overline{ROA}_{t-1}; R\hat{O}A_{i,t-2} = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 \overline{ROA}_{t-2}$$

第一阶段为 OLS 模型，其中  $ROA_{i,t-1}$ 、 $ROA_{i,t-2}$  为  $i$  公司  $t-1$ 、 $t-2$  年的公司绩效，用总资产收益率表示<sup>①</sup>； $\overline{ROA}_{t-1}$ 、 $\overline{ROA}_{t-2}$  表示行业系统性因素，用行业平均总资产收益率作为代理变量， $\nu_{i,t-1}$ 、 $\nu_{i,t-2}$  表示公司个体因素。第二阶段为 Logit 模型，其中  $\text{CEOturnover}_{i,t}$  为 CEO 变更哑变量，本文参考 Parrino (1997) [25] 和 Dedman (2003) [26] 等将“工作调动”“控股权变动”“解聘”“个人原因”“完善公司法人治理结构”以及“其他原因”导致的变更视为非自愿变更； $R\hat{O}A_{i,t-1}$ 、 $R\hat{O}A_{i,t-2}$  表示由行业系统性因素导致的公司绩效； $\hat{\nu}_{i,t-1}$ 、 $\hat{\nu}_{i,t-2}$  是由公司个体因素导致的公司绩效；此外，模型还参考 Bushman 等 (2010) [27] 等控制了 CEO 及公司特征变量。

① 尽管大部分西方学者在探讨 CEO 变更时都会考虑股票市场收益率 [6] [8]，然而中国股票市场效率低下、政府干预强、股价同步性高、市场波动大等 [28] 特点决定了股票价格无法较好地反映公司基本面信息，因此本文仅以会计收益率作为公司绩效的衡量指标。后续稳健性检验中用净资产收益率 (ROE = 净利润 / 净资产平均余额) 代替总资产收益率 ROA。



表 1 变量计算方法

名 称	符 号	定义及计算
CEO 变更哑变量	CEOTurnover	公司 CEO 发生非自愿变更时取1, 否则取0
总资产收益率	ROA	息税前利润/总资产平均余额
行业平均总资产收益率	$\overline{EW\ ROA}$	除 i 公司外行业内其他所有公司的等权平均 ROA
	$\overline{AW\ ROA}$	除 i 公司外行业内其他所有公司的总资产加权平均 ROA
CEO 年龄	LnCEOage	至观测年份 CEO 年龄的自然对数
CEO 任职年限	LnCEOtenure	至观测年份 CEO 任职年限的自然对数
CEO 持股比例哑变量	CEOshare	CEO 持股比例超过5% 时取1, 否则为0
公司规模	Lnasset	公司总资产的自然对数
两职合一哑变量	Dual	如果董事长与总理由一人担任取1, 否则取0
独立董事比例	Indirector	董事会中独立董事所占比例
第一大股东持股比例	Largestshare	第一大股东持有的公司股份比例

#### 四、实证结果分析

##### (一) 描述性统计分析

文章总样本为 14619 个, 观测区间内 CEO 发生变更的有 1440 个, 其中, 国有企业样本占 32.57%, 非国有企业占比 67.43%; CEO 未发生变更的样本有 13179 个, 国有企业占 30.18%, 非国有企业占 69.82%; 从行业分布来看, 样本量最多的行业是机械、设备、仪表业(2556 个), 样本量最少的是木材、家具业(65 个)。篇幅所限, 样本的分布情况表未列示。

表 2 变量描述性统计(N = 14619)

名 称	符号	均值	中位数	最大值	最小值	标准差
CEO 变更哑变量	CEOTurnover	0.0985	0	1	0	0.2976
变更前一年总资产收益率	$ROA_{i,t-1}$	0.0562	0.0476	1.5361	-1.2855	0.6306
变更前一年行业等权平均 ROA	$\overline{EW\ ROA}_{t-1}$	0.0572	0.0518	1.3760	-0.0659	0.0722
变更前一年行业总资产加权平均 ROA	$\overline{AW\ ROA}_{t-1}$	0.0563	0.0527	0.1312	-0.0263	0.0226
变更前两年总资产收益率	$ROA_{i,t-2}$	0.0588	0.0511	1.5361	-1.2855	0.6258
变更前两年等权的行业平均 ROA	$\overline{EW\ ROA}_{t-2}$	0.0571	0.0518	1.3760	-0.0659	0.0832
变更前两年按总资产加权的行业平均 ROA	$\overline{AW\ ROA}_{t-2}$	0.0568	0.0527	0.1312	-0.0263	0.0232
CEO 年龄	LnCEOage	3.8686	3.8712	4.3438	3.2189	0.1347
CEO 任职年限	LnCEOtenure	1.1173	1.0986	3.1263	0	0.6894
CEO 持股比例哑变量	CEOshare	0.1019	0	1	0	0.3025
公司规模	Lnasset	21.7760	21.6503	28.5086	12.3143	1.3251
董事长与总经理两职合一哑变量	Dual	0.1919	0	1	0	0.3938
独立董事比例	Indirector	0.3653	0.3333	0.7143	0	0.0535
第一大股东持股比例	Largestshare	0.3631	0.3424	0.8941	0.0082	0.1564

各变量的描述性统计结果见表 2, 由表 2 可知, 滞后一年的行业等权平均总资产收益率  $\overline{EW\ ROA}_{t-1}$  和行业总资产加权的平均总资产收益率  $\overline{AW\ ROA}_{t-1}$  均值分别为 5.72% 和 5.63%, 标准差分别是 7.22% 和 2.26%, 说明不同行业的收益水平相差较大, 即我国所属不同行业的上市公司面临

的行业环境存在较大差异，这为本文研究行业环境对 CEO 变更的影响提供了契机。

## (二) 回归结果分析

未列出的第一阶段 OLS 模型回归结果显示， $\overline{EW\ ROA_{i,t-1}}$ 、 $\overline{AW\ ROA_{i,t-1}}$  以及  $\overline{EW\ ROA_{i,t-2}}$ 、 $\overline{AW\ ROA_{i,t-2}}$  的回归系数均在 5% 水平内显著为正，说明公司的经营状况很大程度上受到行业系统性因素的影响，当其他条件不变时，较差的行业环境下公司业绩下降，反之，较好的行业环境会改善公司的经营绩效。表 3 列示了第二阶段 Logit 模型的回归结果，前两列以等权的行业平均总资产收益率作为行业系统性因素的代理变量，列 2 显示  $\overline{ROA_{i,t-1}}$  的回归系数 (-3.2101) 在 5% 水平内显著为负，说明由行业系统性因素导致的滞后一期的公司业绩与 CEO 被变更概率之间存在显著的负相关关系。具体来说，当其他解释变量取均值时，行业系统性因素导致的总资产收益率每下降 1%，CEO 被变更的可能性大约增加 0.27%，这远远超过了公司个体因素  $\hat{v}_{i,t-1}$  (回归系数为 -0.5827) 的影响。由行业系统性因素导致的滞后两期的公司业绩  $\overline{ROA_{i,t-2}}$  同样对 CEO 变更具有负向影响，尽管回归系数和显著性水平都明显小于  $\overline{ROA_{i,t-1}}$ 。后两列以总资产加权的行业平均总资产收益率作为行业系统性因素的代理变量得到了相似的回归结果。综上可得，董事会对 CEO 变更做出决策时无法完全排除行业环境的影响，由行业环境引起的企业绩效越差，CEO 被变更的概率越高，假设 1 得以证实。

由控制变量回归结果可知，LnCEOage、CEOshare、Lnasset 以及 Dual 的回归系数显著为负，说明 CEO 年龄越大，CEO 持股比例越高，公司规模越大以及董事长和总经理两职合一的企业中 CEO 被变更的概率越小。LnCEOtenure、Indirector 以及 Largestshare 的回归系数显著为正，表明 CEO 任职年限越长，独立董事比例越高以及第一大股东持股比例越高的企业中 CEO 被变更的概率越大。

表 3 第二阶段 Logit 模型回归结果(被解释变量:  $CEOturnover$ )

解释变量	以 $\overline{EW\ ROA}$ 作为行业系统性因素的代理变量		以 $\overline{AW\ ROA}$ 作为行业系统性因素代理变量	
	(1) 未加入控制变量	(2) 加入控制变量	(3) 未加入控制变量	(4) 加入控制变量
$\overline{ROA_{i,t-1}}$	-3.6952(-2.07**)	-3.2101(-2.01**)	-3.7366(-3.69***)	-3.2133(-2.00**)
$\hat{v}_{i,t-1}$	-0.4443(-2.19**)	-0.5827(-2.85***)	-0.4448(-2.19**)	-0.5363(-2.78***)
$\overline{ROA_{i,t-2}}$	-0.6633(-1.73*)	-0.7469(-1.91*)	-0.5154(-1.60)	-0.7264(-1.82*)
$\hat{v}_{i,t-2}$	-0.0098(-0.02)	-0.0115(-0.05)	-0.0052(-0.13)	-0.0096(-0.29)
LnCEOage		-0.7908(-2.42**)		-0.8035(-2.48**)
LnCEOtenure		1.2429(17.11***)		1.2410(17.16***)
CEOshare		-0.3683(-3.66***)		-0.3676(-3.59***)
Lnasset		-0.0481(-1.67*)		-0.0508(-1.77*)
Dual		-0.3955(-3.45***)		-0.3953(-3.46***)
Indirector		1.3582(2.30**)		1.3766(2.34**)
Largestshare		0.4749(2.01**)		0.4607(1.95*)
Year		控制		控制
样本量	14619	14619	14619	14619
Pseudo $R^2$	0.0325	0.1021	0.0366	0.1025

注：\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平下显著，括号内数据为经行业聚类调整后的双尾检验 Z 值。

## (三) 稳健性检验

本文还进行了如下稳健性检验：第一，对“CEO 非自愿变更”采取更严格的界定方式，对于

“控股权变动”“解聘”及“完善公司法人治理结构”导致的变更视为非自愿变更,而对于“工作调动”我们查阅变更公告后仅将CEO降职(比如由总经理将为副总经理)的样本视为非自愿变更样本,“个人原因”以及“其他原因”导致的变更不再作为非自愿变更样本处理,重新检验,结论未发生实质性变化;第二,用净资产收益率代替总资产收益率,具体地,将模型中的ROA替换为ROE,行业平均总资产收益率ROA替换为行业平均净资产收益率ROE,重复上述分析过程,结论保持不变;第三,为了消除行业中各企业发展严重不均衡给本文结论造成的可能影响,用行业总资产收益率中位数作为行业系统性因素代理变量,重新对第一阶段模型和第二阶段模型进行回归,结果与前文一致。限于篇幅,稳健性检验的结果未列示。

## 五、进一步研究

### (一)所有权性质与CEO变更决策

本文根据所有权性质将样本分为国有企业组和非国有企业组,并对行业系统性因素与CEO变更之间的关系进行分组检验,结果如表4所示,前两列以等权的行业平均总资产收益率作为行业系统性因素的代理变量,国有企业组 $\hat{R}OA_{i,t-1}$ 的回归系数(-3.9451)在1%水平上显著为负,而非国有企业组中 $\hat{R}OA_{i,t-1}$ 的回归系数未通过显著性检验,Chow Test检验结果( $Chi2 = 8.62^{***}$ )进一步说明了两组样本中 $\hat{R}OA_{i,t-1}$ 的回归系数存在显著差异。后两列以总资产加权的行业平均总资产收益率作为行业系统性因素代理变量,回归结果与前两列一致。综上表明与非国有企业相比,国有企业CEO被变更的概率与外部行业环境引起的企业绩效之间的负相关关系更明显,即国有企业CEO变更决策受行业环境的影响更大,假设2得到证实。

表4 不同所有权性质的企业CEO变更决策(被解释变量:  $CEOturnover$ )

解释变量	以EW $\overline{ROA}$ 作为行业系统性因素的代理变量		以AW $\overline{ROA}$ 作为行业系统性因素代理变量	
	(1)国有企业组	(2)非国有企业组	(3)国有企业组	(4)非国有企业组
$\hat{R}OA_{i,t-1}$	-3.9451(-2.67 <sup>***</sup> )	-1.2704(-1.11)	-4.5380(-2.51 <sup>**</sup> )	-1.1946(-0.71)
$\hat{v}_{i,t-1}$	-0.6036(-2.06 <sup>**</sup> )	-0.5346(-2.93 <sup>***</sup> )	-0.7871(-3.02 <sup>***</sup> )	-0.4259(-2.18 <sup>**</sup> )
$\hat{R}OA_{i,t-2}$	-0.7277(-1.00)	-3.7096(-1.60)	-0.7766(-1.44)	-3.1333(-0.94)
$\hat{v}_{i,t-2}$	-0.1875(-1.68 <sup>*</sup> )	-0.2900(-1.27)	-0.1795(-1.38)	-0.3141(-1.30)
Year	控制	控制	控制	控制
样本量	4447	10172	4447	10172
Pseudo $R^2$	0.1029	0.1010	0.1026	0.1015
Chi2	8.62 <sup>***</sup>		5.47 <sup>**</sup>	

注:回归模型包括第二阶段模型中的所有控制变量,为了节省篇幅未列出。下同。

### (二)制度环境、所有权性质与CEO变更决策

本文进一步讨论制度环境对国有企业CEO变更决策的作用。采用樊纲等(2011)<sup>[20]</sup>的市场化进程作为制度环境的代理变量,根据市场化水平的中位数将国有企业样本分为市场化水平较高组和市场化水平较低组,并分组检验行业环境与国有企业CEO变更之间的相关性。表5列示了分组检验的结果,无论以等权的行业平均总资产收益率还是总资产加权的行业平均总资产收益率作为行业系统性因素的代理变量,市场化水平较高组 $\hat{R}OA_{i,t-1}$ 的回归系数均未通过显著性检验,而市场化水平较低组中 $\hat{R}OA_{i,t-1}$ 的回归系数至少在5%水平上显著为负,Chow Test检验的Chi2值也具有统计上的显著性,这说明两组样本中 $\hat{R}OA_{i,t-1}$ 的回归系数确实存在明显差异,与市场化水平较低的地区相比,市场化水平较高地区的国有企业CEO变更决策受到外部行业环境的影响较弱,证实了假设3。

表 5 不同制度环境下的国有企业 CEO 变更决策 (被解释变量:  $CEO_{turnover}$ )

解释变量	以 EW ROA 作为行业系统性因素的代理变量		以 AW ROA 作为行业系统性因素的代理变量	
	(1) 市场化水平较高	(2) 市场化水平较低	(3) 市场化水平较高	(4) 市场化水平较低
$ROA_{i,t-1}$	-0.8795 (-0.57)	-5.4166 (-1.98 **)	-2.2654 (-0.45)	-6.0828 (-4.02 ***)
$\hat{v}_{i,t-1}$	-0.5743 (-2.19 **)	-0.4551 (-4.45 ***)	-0.6883 (-2.16 **)	-0.4337 (-4.60 ***)
$ROA_{i,t-2}$	-0.5648 (-1.69 *)	-0.2479 (-1.44)	0.4822 (0.28)	-1.7060 (-1.38)
$\hat{v}_{i,t-2}$	-0.2858 (-1.91 *)	-0.6482 (-1.27)	-0.2820 (-0.75)	-0.8155 (-1.64 *)
Year	控制	控制	控制	控制
样本量	2187	2260	2187	2260
Pseudo R <sup>2</sup>	0.1130	0.0840	0.1187	0.0952
Chi2	4.10 **		4.98 **	

## 六、结论与启示

本文以 2004 ~ 2014 年在沪、深交易所上市交易的 A 股公司为研究对象, 实证检验行业环境是否影响我国上市公司 CEO 的变更决策。研究结论显示, CEO 变更决策确实受到外部行业环境的影响, 具体来说, 由行业环境引起的企业绩效越差, CEO 被非自愿变更的可能性越大。结合我国特殊的制度背景进一步探讨了不同所有权性质以及制度环境下 CEO 变更决策的差异性, 结果表明与非国有企业相比, 国有企业 CEO 变更决策更可能受到外部行业环境的影响, 较好的制度环境有助于降低行业环境对国有企业 CEO 变更的影响程度。

我们的研究结论对实践具有一定的启示作用。能否做出合理的 CEO 变更决策是董事会发挥监督作用的重要表现, 根据本文的研究, 完善 CEO 变更决策可从如下几个方面入手: 第一, 低效董事会可能将外部行业因素对企业经营产生的不利影响归因于 CEO 自身的能力不足或行为失误, 并据此做出变更 CEO 的决策, 提升董事会成员的专业水平有助于董事会对企业绩效做出正确归因; 第二, 所有者缺位及过长的代理链条致使国有企业面临严重的委托代理问题, 过多的政府干预无疑让国企的内部治理“雪上加霜”, 进一步深化国有企业的内部改革, 包括减少政府干预、构建更加完善的现代管理制度, 是完善国企高管变更决策的关键; 第三, 作为外部机制的制度环境同样对提升上市公司的治理效率发挥重要作用, 因此继续推进我国各省份的市场化进程也有助于提高上市公司的 CEO 变更决策水平。

### 参考文献:

- [1] 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.
- [2] 朱红军. 高级管理人员更换与经营业绩 [J]. 经济科学, 2004, (4): 82 - 92.
- [3] 潘越, 戴亦一, 魏诗琪. 机构投资者与上市公司“合谋”了吗: 基于高管非自愿变更与继任选择事件的分析 [J]. 南开管理评论, 2011, (2): 69 - 81.
- [4] Hirshleifer D., Thakor A. V. Corporate Control through Board Dismissals and Takeovers [J]. Journal of Economics & Management Strategy, 1998, 7(4): 489 - 520.
- [5] Hermalin B. E., Weisbach M. S. Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature [Z]. National Bureau of Economic Research, 2001.
- [6] Warner J. B., Watts R. L., Wruck K. H. Stock Prices and Top Management Changes [J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20: 461 - 492.
- [7] Gibbons R., Murphy K. J. Relative Performance Evaluation for Chief Executive Officers [J]. Industrial & Labor Relations Review, 1990, 43(3): 30S - 51S.
- [8] Jenter D., Kanaan F. CEO Turnover and Relative Performance Evaluation [J]. The Journal of Finance, 2015, (5): 2155 - 2183.
- [9] Holmstrom B. Moral Hazard in Teams [J]. The Bell Journal of Economics, 1982, 13(2): 324 - 340.



- [10] Eisfeldt A. L., Kuhnen C. M. CEO Turnover in a Competitive Assignment Framework [J]. Journal of Financial Economics, 2013, 109(2): 351–372.
- [11] Wiersema M. F., Bantel K. A. Top Management Team Turnover as an Adaptation Mechanism: The Role of the Environment [J]. Strategic Management Journal, 1993, 14(7): 485–504.
- [12] 高明华, 苏然, 方芳. 中国上市公司董事会治理评价及有效性检验 [J]. 经济学动态, 2014, (2): 24–35.
- [13] 张维迎. 企业理论与中国企业改革 [M]. 北京: 北京大学出版社, 1999.
- [14] Alchian A. A., Demsetz H. Production, Information Costs, and Economic Organization [J]. The American Economic Review, 1972, (62): 777–795.
- [15] 白俊, 王生年. 国有股权的有效性: 来自中国上市公司的证据 [J]. 经济管理, 2009, (5): 65–71.
- [16] Hovey M. Corporate Governance in China: An Analysis of Ownership Changes after the 1997 Announcement [Z]. Working Paper, 2005.
- [17] 夏立军, 陈信元. 市场化进程, 国企改革策略与公司治理结构的内生决定 [J]. 经济研究, 2007, (7): 82–95.
- [18] 林毅夫, 蔡防, 李周. 充分信息与国有企业改革 [M]. 上海: 上海人民出版社, 1997.
- [19] 赵震宇, 杨之曙, 白重恩. 影响中国上市公司高管层变更的因素分析与实证检验 [J]. 金融研究, 2007, (8): 76–89.
- [20] 樊纲, 王小鲁, 朱恒鹏. 中国市场化指数—各地区市场化相对进程 2011 年报告 [M]. 北京: 经济科学出版社, 2012.
- [21] La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., et al. Investor Protection and Corporate Governance [J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58(1): 3–27.
- [22] Ball R., Kothari S. P., Robin A. The Effect of International Institutional Factors on Properties of Accounting Earnings [J]. Journal of Accounting and Economics, 2000, 29(1): 1–51.
- [23] 方军雄. 所有制、市场化进程与资本配置效率 [J]. 管理世界, 2007, (11): 27–35.
- [24] Garvey G. T., Milbourn T. T. Asymmetric Benchmarking in Compensation: Executives are Rewarded for Good Luck but not Penalized for Bad [J]. Journal of Financial Economics, 2006, 82(1): 197–225.
- [25] Parrino R. CEO Turnover and Outside Succession a Cross-sectional Analysis [J]. Journal of Financial Economics, 1997, 46(2): 165–197.
- [26] Dedman E. Executive Turnover in UK Firms: The Impact of Cadbury [J]. Accounting and Business Research, 2003, 33(1): 33–50.
- [27] Bushman R., Dai Z., Wang X. Risk and CEO Turnover [J]. Journal of Financial Economics, 2010, 96(3): 381–398.
- [28] Morck R., Yeung B., Yu W. The Information Content of Stock Markets: Why do Emerging Markets have Synchronous Stock Price Movements? [J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58(1): 215–260.

## Will Poorer Industrial Environment Cause More CEOs to be Replaced? ——Based on the Empirical Evidence of A-share Public Companies in China

HU Liufen, ZHOU Zejiang

(School of Business, Anhui University, Hefei 230601, China)

**Abstract:** This research studies the effect of industrial environment on CEOs' turnover, using data of A-Share public companies listed in Shenzhen and Shanghai Stock Exchanges in the period 2004–2014 as samples. It is found that the worse the industrial environment is, the more likely CEOs are to be involuntarily changed. This paper further discusses the differences in the decision-making of CEO turnover in different ownerships and institutional environment. The result shows that compared with non-state-owned enterprises, CEO turnover decisions of state-owned enterprises are more likely to be influenced by external industrial environment. Better institutional environment will help to reduce the impact of industrial environment on CEO turnover in state-owned enterprises. The paper expands the research in the field of management change and provides incremental empirical evidence for the decision-making of CEO turnover in Chinese listed companies.

**Key words:** Industry Environment; CEO Turnover; Ownership; Institutional Environment

(责任编辑: 赵 婧)