

CEO 任期、董事会治理与绩效强制变更敏感性

李济含, 刘淑莲, 朱明园

(东北财经大学会计学院, 辽宁 大连 116025)

摘 要: 本文以 2010-2014 年我国沪深 A 股主板上市公司以及在此期间的 1341 例 CEO 变更事件为初始研究样本, 采用 Logit 模型和 OLS 模型研究 CEO 任期对公司绩效与 CEO 强制变更敏感性的影响, 并从董事会治理视角, 进一步说明敏感性发生变化的原因。研究发现, 任期是识别 CEO 能力的重要标识, 随着 CEO 任期逐渐延长, 绩效与 CEO 强制变更的敏感性、以及董事会的监督力度均显著降低, 董事会治理机制能够反映股东监督 CEO 并获取相关信息的需求。

关键词: CEO 任期; 董事会治理; 公司绩效; CEO 强制变更

中图分类号: F275.5 文献标识码: A 文章编号: 1004-4892(2016)06-0058-09

一、引 言

两权分离的现代企业制度中, 当管理者能力尚不确定、存在较高代理成本及监督成本时, 公司股东将绩效作为监督和考核管理层的重要依据, 通过建立经理人解聘机制, 促使经理人以股东利益最大化为执业目标和行为导向^{[1][2]}。已有大量研究证实, CEO 变更与公司绩效存在负相关关系^[3], 因此, 基于绩效的 CEO 解聘机制成为股东最基本的契约手段, 是经理人契约有效性的重要体现。

之所以基于绩效制定 CEO 聘用机制, 是因为绩效可以有效反映 CEO 为股东创造价值的 ability^[4]。首先, 当业绩较差时, 股东认为 CEO 并不具备制定、执行公司发展战略, 提升企业整体价值的 ability^[3], 为有效降低由于两权分离带来的代理成本^{[9][10]}, 往往采取 CEO 强制解聘的惩罚措施^{[4][5][6][7][8]}。其次, CEO 能力作为提升经营业绩的重要因素^[11], 股东需要权衡代理成本和监督成本之间实现最优组合。因此, 随着 CEO 任期的延长, 股东通过对经营业绩的周期性观察, 逐渐改进和完善对 CEO 能力的认知。与 CEO 上任初期相比, 建立在绩效考核制度之上的 CEO 聘用机制仍然能够产生相同程度的敏感性吗? 董事会治理和监督力度仍然保持不变吗? 事实上, 本文研究发现, 股东对 CEO 能力定位逐渐准确的过程中, 对其他两方面的监督会变得松懈: 一是不再强调基于绩效的 CEO 解聘机制; 二是董事会逐渐降低对 CEO 的监督力度。

二、理论分析与研究假设

最优契约理论认为^[12], 在股权集中度较高, 大股东基本掌握公司控制权的情况下, 建立基于

收稿日期: 2015-11-09

作者简介: 李济含(1986-), 女, 辽宁辽阳人, 东北财经大学会计学院博士生; 刘淑莲(1954-), 女, 辽宁大连人, 东北财经大学会计学院教授; 朱明园(1992-), 男, 山东济宁人, 东北财经大学会计学院硕士生。

绩效的 CEO 解聘机制、能够有效降低代理成本,实现股东利益最大化的激励契约。根据我国 A 股上市公司股权结构的整体情况,股权集中度相对较高(2003-2014 年第一大股东持股比例均值为 34.62%,而前三大股东持股比例均值高达 50.82%);相反,管理层平均持股比例相对较低(2003-2014 年管理层平均持股比例为 6.68%,而高管平均持股比例仅为 3.16%)^①。上述情况表明,我国上市公司“高股权集中度,低管理层持股比例”的现状并不存在“经理人权力论”^[13]主张的管理层堑壕效应^[14],反而更多地表现出最优契约理论的观点和特征^[2]。因此,基于以上分析,本文认为提升业绩是 CEO 延长契约关系的核心驱动力,而并非管理层堑壕效应秉持的管理层权力。

股东依据绩效来设计 CEO 变更机制是权衡代理成本和经济收益的有效反应。雇佣有能力的 CEO 是所有主实现高额回报的有力保障^{[4][11]}。当 CEO 的能力可以满足股东期望、提升整体价值、创造良好业绩时,发生 CEO 强制变更的可能性较低;相反,CEO 能力较弱、公司长期反映出较差绩效或业绩下滑时,会大幅增加 CEO 变更的可能性^{[6][7][8]}。基于以上分析,本文提出假设 1:

假设 1:CEO 强制变更可能性与公司绩效负相关。

经营绩效隐含着 CEO 具备管理能力的相关信息^[4]。伴随 CEO 任期的不断延长,股东对 CEO 能力的掌握逐渐精确,其能力的不确定性会根据股东对经营成果的周期性观察而逐渐降低。股东对任期较长 CEO 能力的估计值和掌控能力要远远高于任期较短 CEO^{[4][15][16]}。结合假设 1 的观点,当企业发生同等程度的绩效下滑甚至是业绩“跳水”的难容局面,对于任期较长 CEO 来说,股东对其能力估计的改变相对较小,给予其机会来制定、调整和执行公司战略并实现扭亏为盈的可能性较大;而对于任期较短 CEO 而言,股东对其能力的定位会有较大幅度的转变,是否继续留用的容忍度也会大幅下降,发生强制变更的可能性极高。基于以上分析,本文提出假设 2:

假设 2:随着 CEO 任期逐渐延长,公司绩效与 CEO 强制变更敏感性持续减弱。

Mishra(2014)的研究发现^[17],完善的公司治理意味着股东需要付出较高的代理成本与监督成本,挽留经理人为企业创造更多价值,并监督和引导管理者的经济行为,以实现利益最大化原则。就代理成本而言,绩效考核式的契约机制能够适度调节两权分离产生的代理成本^{[9][10]}。在监督成本方面,董事会作为公司治理结构的核心部分,监督职能的发挥很大程度上决定着公司治理的效果。CEO 上任初期,公司在董事会运作^[18]、董事会结构^[14]、独立董事制度^[14]、董事会薪酬与激励^[19]等方面通常投入较大监督力度来获取 CEO 能力的相关信息;CEO 任职期限的延长充分给予 CEO 施展能力的表现期,反映在企业具有稳定且持续增长或保持较高态势的经济利润,与此同时,董事会监督 CEO 的需求也随之减弱。基于以上分析,本文提出假设 3:

假设 3:随着 CEO 任期逐渐延长,董事会对 CEO 监督力度持续减弱。

三、研究设计

(一)数据来源与样本选取

本文采用 2010-2014 年我国沪深 A 股主板上市公司作为初始样本。结合已有研究惯例与本文研究特点,做出如下筛选程序:(1)剔除金融行业;(2)剔除 ST、SST、*ST、S*ST 样本;(3)剔除各项指标缺失的样本;(4)为了消除样本离群值的影响,对所有连续型变量进行 1% 水平的缩尾处理。与以往研究不同,本文以季度为观察期,通过数据筛选,最终获得 22963 个季度观测值,涉及 1334 家上市公司。全部数据均来自于 CSMAR 数据库,分析运算采用 Stata14 统计软件。

① 股权集中度与管理层持股比例的数据均来源于 CSMAR 数据库。

表 1 CEO 变更情况表 (N = 1302)

分类	离职去向	数量	总量	占比 (%)
强制变更	非上市公司 CEO 或高管	60	625	48.00
	其他上市公司低于高管职位	47		
	本公司低于 CEO 职位	230		
	给本公司带来罚款等经济损失	15		
	离职去向隐匿	273		
非强制变更	政府或事业单位担任要职	6	211	16.21
	担任集团高管或股东单位 CEO	38		
	担任本公司董事长	167		
	保留控股公司高管职位	14		
	担任其他上市公司 CEO 或高管	64	306	23.50
	辞去两职兼任中 CEO 职位或辞去兼职 CEO 并担任原职	228		
	意外事件	2		
	出国或深造	5	160	12.29
	健康或家庭原因	42		
	退休	37		
	涉及案件	42		
	控制权变动	32		

本文根据不同企业对管理层最高领导职位称谓设定的不同,将该职位头衔称作 CEO、总经理或首席执行官的名称均定义为 CEO。CEO 发生变更的原因有多种可能,本文借鉴已有研究^[20],并结合 CSMAR 数据库提供的离职原因分类,将 CEO 变更区分为强制变更与非强制变更。通过上市公司年报、公开财经网站以及搜索引擎(百度),手工整理和补充 CEO 变更后离职去向,将 CEO 强制性变更定义为具有以下离职去向的情形:(1)到非上市公司就职;(2)到其他上市公司就职,且职位低于高管;(3)仍就职于本公司,但职位低于 CEO;(4)给本公司带来巨大经济损失而离职或降职;(5)离职去向隐匿^①。具体分类见表 1。样本期间共发生 1341 例 CEO 变更,由于 CEO 任职不满 1 个季度不足以对公司绩效产生显著影响,所以一个季度内发生多次变更,仅保留最后一例变更事件。最终,得到 1302 例 CEO 变更,涉及 870 家上市公司,其中,强制变更为 625 例,占总体变更样本的 48%。

(二) 变量说明与模型设定

1. 公司绩效与 CEO 强制变更。由于 CEO 是否发生强制变更为二元虚拟变量,因此,本文建立如下 Logit 模型检验假设 1:

$$\text{Logit}[Pr(\text{Turnover} = 1)] = \alpha_0 + \alpha_1 \text{PERF} + \alpha_2 \text{Size} + \alpha_3 \text{State} + \alpha_4 \text{Lev} + \alpha_5 \text{Growth} + \alpha_6 \text{Evol} + \alpha_7 \text{Rovl} + \alpha_8 \text{LnAge} + \alpha_9 \text{New} + \alpha_{10} \text{Industry} + \alpha_{11} \text{Year} + \varepsilon \quad (1)$$

模型(1)的解释变量 PERF 为公司绩效。依据前人研究^{[20][21]},本文采用观察期前 4 个季度行业调整的总资产收益率和季度个股回报率平均值作为会计绩效与市场绩效,分别用 IROA 和 IRET 表示。此外,还有学者认为 CEO 离职前企业是否亏损对绩效强制变更敏感性具有显著影响^[22]。由此,本文设置会计绩效和市场绩效亏损程度变量,分别用 NegEarn、NegRet 表示,进一步检验不同亏损程度对绩效强制变更敏感性的影响。

2. CEO 任期与绩效强制变更敏感性。为了检验假设 2,本文采用任期较短 CEO(New)对模型(1)做出如下修正:

^① 依据姜付秀等(2014)的研究^[20],一般情况下,CEO 变更后,在本单位或其他单位担任更优职位,媒体、数据库或公司年报中会披露相关信息。相反,离职去向遭到隐匿,很可能是为了避免给企业或经理人带来声誉损失而故意遮掩被迫降职或离职的事实。

$$\begin{aligned} \text{Logit}[Pr(\text{Turnover} = 1)] = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{PERF} + \alpha_2 \text{New} \times \text{PERF} + \alpha_3 \text{New} + \alpha_4 \text{Size} + \alpha_5 \text{State} + \alpha_6 \text{Lev} + \\ & \alpha_7 \text{Growth} + \alpha_8 \text{Evol} + \alpha_9 \text{Rvol} + \alpha_{10} \text{LnAge} + \alpha_{11} \text{Industry} + \alpha_{12} \text{Year} + \varepsilon \end{aligned} \quad (2)$$

模型(2)增加 $\text{New} \times \text{PERF}$ 是任期较短 CEO 与绩效的交互项,也是研究 CEO 任期对绩效强制变更敏感性产生影响的解释变量。

3. CEO 任期与董事会治理。检验 CEO 任期对董事会监督 CEO 力度的影响,建立如下模型,以检验假设 3:

$$\begin{aligned} BG = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{Lntenure} + \alpha_2 \text{Size} + \alpha_3 \text{State} + \alpha_4 \text{Lev} + \alpha_5 \text{Growth} + \alpha_6 \text{Evol} + \alpha_7 \text{Rvol} + \alpha_8 \text{List} + \\ & \alpha_9 \text{Industry} + \alpha_{10} \text{Year} + \varepsilon \end{aligned} \quad (3)$$

综合考虑董事会运作、董事会结构、独立董事制度、董事薪酬或激励等方面的影响因素,并顾全指标选取的重要性、可计量性、可验证性的原则,本文选取以下 5 个变量作为董事会治理(BG)的代理变量:董事会会议次数(NumMeet)、董事会独立性(Independ)、董事会规模(Bsize)、董事会持股比例(Bholding)、两职合一(Duality)。模型(3)的解释变量为 CEO 任职年限(Lntenure)。由于无法获取董事会治理的季度观测值,模型(3)变量均采用年度观测值。

公司规模(Size)、所有权性质(State)、资产负债率(Lev)、成长性(Growth)、会计和市场绩效波动性(Evol、Rvol)、CEO 年龄(LnAge)、上市年限(List)、行业(Industry)和年份(Year)等作为控制变量。由于篇幅所限,回归结果中模型(1)、(2)和(3)涉及以上控制变量均由 CONTROL 表示。主要变量定义见表 2。

表 2 主要变量定义

名称	符号	说 明
CEO 强制变更	Turnover	观察季度内,发生 CEO 强制变更,取值为 1;否则,取值为 0
行业调整会计绩效	IROA	观察期前 4 个季度行业调整总资产收益率的平均值,调整采用行业中位数
行业调整市场绩效	IRET	观察期前 4 个季度行业调整季度个股回报率的平均值,调整采用行业平均值
会计绩效亏损程度	NegEarn	观察期前 4 个季度对比前一年同期营业利润下降个数,取值范围 0、1、2、3、4
市场绩效亏损程度	NegRet	观察期前 4 个季度个股季度收益率为负值个数,取值范围 0、1、2、3、4
任期较短 CEO	New	CEO 任期小于样本中值(3.36 年),取值为 1;否则,取值为 0
会计绩效波动性	Evol	观察季度前 12 个季度净利润标准差
市场绩效波动性	Rvol	观察季度前 36 个月个股收益率标准差
董事会会议次数	NumMeet	每年召开董事会会议次数
董事会独立性	Independ	董事会成员中独立董事所占比例
董事会规模	Bsize	董事会成员人数总和
董事会持股比例	Bholding	董事会持股数与公司总股数比值
两职合一	Duality	董事长和 CEO 由一人担任,取值为 1;否则,取值为 0
CEO 任期	Lntenure	CEO 任职年限的自然对数

四、实证检验与结果分析

(一)描述性统计分析

表 3 中 Panel A 报告了主要变量的描述性统计结果。数据分析表明,季度性 CEO 强制变更率约为 3%,CEO 任期平均值(中值)为 3.99(3.36)年。公司绩效方面,会计绩效整体好于市场绩效,IROA 样本中值为 0,而 IRET 则为负值;NegEarn 中值为 1,表示过去 4 个季度中,平均仅有 1 个

季度营业利润同期对比有所下降,而 NegRet 中值为 2,明显劣于前者,这也与我国资本市场 2014 年及以前长期处于低迷状态有关。此外,董事会治理方面,由于受到《公司法》和《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》等法规的刚性限制,董事会规模和董事会独立性数据差异不大。而董事会会议次数和董事会持股比例数据波动性较大,说明不同董事会在公司治理与决策中的倾注程度相差迥异。

表 3 中 Panel B 报告了绩效亏损不同程度时 CEO 强制变更率的单变量描述性统计分析。会计绩效亏损程度 (NegEarn) 逐渐严重时 (取值从 0 到 4),任期较短 CEO 强制变更率增长 4.259% (5.322% - 1.063%),明显高于任期较长 CEO,仅为 0.256% (2.857% - 2.592%);且会计绩效较差时 (NegEarn = 3 和 4),任期较短 CEO 的强制变更率 (分别为 5.114% 和 5.322%) 均高于任期较长 CEO 的强制变更率 (分别为 4.576% 和 2.857%)。市场绩效亏损程度 (NegRet) 统计结果基本一致。总之,观察期前 4 个季度中,绩效亏损程度越大,CEO 强制变更可能性越高;且这种关系在任期较短 CEO 组内表现地更加显著,与预期一致。

表 3 主要变量描述性统计结果

Panel A 主要变量描述性统计							
变量	N	极小值	中值	极大值	均值	标准差	
Turnover	22963	0	0	1	0.030	0.163	
IROA	22963	-0.087	0	0.088	0.002	0.024	
IRET	22963	-0.203	-0.014	0.273	0.002	0.094	
NegEarn	22963	0	1	4	1.450	1.452	
NegRet	22963	0	2	4	2.010	0.986	
Tenure	22963	0	3.360	21.790	3.990	2.810	
NumMeet	5838	2	9	56	9.470	4.175	
Independ	5838	0.125	0.333	0.800	0.370	0.057	
Bsize	5838	4	9	18	9.210	2.018	
Bholding	5838	0	0	80.597	1.529	7.149	
Duality	5838	0	0	1	0.150	0.357	
Panel B 强制变更率与绩效亏损程度的描述性统计							
变量	负值个数	New = 1 (Tenure < 3.36年)			New = 0 (Tenure ≥ 3.36年)		
		N	Turnover	Pr (T) (%)	N	Turnover	Pr (T) (%)
NegEarn	0	4420	47	1.063	4437	115	2.592
	1	2134	33	1.546	2108	47	2.230
	2	1828	34	1.860	1716	67	3.904
	3	1584	81	5.114	1639	75	4.576
	4	1522	81	5.322	1575	45	2.857
NegRet	0	712	9	1.264	630	10	1.587
	1	2793	38	1.361	2795	52	1.860
	2	4345	71	1.634	4485	152	3.389
	3	2942	115	3.909	2864	99	3.457
	4	696	43	6.178	701	36	5.136

(二) 回归结果分析

1. 公司绩效与 CEO 强制变更。模型(1)的回归结果列示于表 4。在表 4 第 1、2 列中,绩效采用行业调整的会计绩效 (IROA) 与市场绩效 (IRET), 回归结果均在 1% 水平上显著为负,即公司绩效与 CEO 强制变更显著负相关。表 4 的第 3、4 列报告了绩效亏损程度与 CEO 强制变更的回归结果。与假设相一致,会计绩效亏损程度 (NegEarn) 和市场绩效亏损程度 (NegRet) 的系数均在 1% 水平上显著为正,进一步证实发生亏损的程度越大,CEO 强制变更的可能性越高。以上回归结果充

分支假设 1，即 CEO 强制变更可能性与公司绩效负相关。

表 4 公司绩效与 CEO 强制变更回归结果 (N = 22741)

变量	IROA	IRET	NegEarn	NegRet
PERF	-18.980 *** (-9.66)	-5.756 *** (-9.43)	0.246 *** (8.87)	0.441 *** (9.18)
CONTROL	控制	控制	控制	控制
Constant	-1.123 (-0.68)	1.885 (1.14)	0.143 (0.09)	0.231 (0.14)
Pseudo R ²	0.048	0.048	0.044	0.046

注：“*”、“**”、“***”分别表示10%、5%、1%的显著性水平。下同。

2. CEO 任期与绩效强制变更敏感性。模型(2)的回归结果见表 5。并且，本文还分析了不同绩效测量方法的增量边际效应，利用其显著性证明随着 CEO 任期的不断延长，绩效强制变更敏感性逐渐减弱。该方法普遍适用于 Logit 模型的交互项^[23]。

表 5 第 1、2 列中，交互项系数在 1% 水平上显著为负，说明任期较短 CEO 的绩效强制变更敏感性更高；表 5 第 3、4 列交互项系数显著为正，意味着任期较短 CEO 基于亏损程度发生强制变更的敏感性更显著。从平均边际效应的对比来看，第 1、2 列中，任期较短 CEO 与任期较长 CEO 的绩效增量边际效应系数均在统计上显著为负，第 3、4 列中，回归系数显著为正，均证明绩效强制变更敏感性的失灵伴随着 CEO 任期的逐渐延长。这一结果也从某种程度上说明，通过任职期限能够识别 CEO 能力，且在任期较长时，影响股东做出强制变更 CEO 决策的因素不仅仅在于绩效优劣，而需要权衡更加复杂的判断依据。基于以上分析，该结果充分支持本文假设 2。

表 5 CEO 任期与绩效强制变更敏感性回归结果 (N = 22741)

变量	IROA	IRET	NegEarn	NegRet
PERF	-10.720 *** (-4.17)	-4.892 *** (-6.63)	0.091 ** (2.45)	0.354 *** (5.81)
New × PERF	-17.740 *** (-4.78)	-2.068 ** (-2.00)	0.353 *** (6.33)	0.196 ** (2.28)
CONTROL	控制	控制	控制	控制
Constant	-1.385 (-0.84)	1.940 (1.18)	0.535 (0.33)	0.483 (0.29)
Average marginal effects				
Marginal effect of PERF for New = 0	-0.293 ***	-0.132 ***	0.003 **	0.011 ***
Marginal effect of PERF for New = 1	-0.269 ***	-0.125 ***	0.002 **	0.008 ***
增量效应	-0.467 ***	-0.054 **	0.009 ***	0.005 **
标准误	0.099	0.027	0.002	0.002
Z 值	(-4.72)	(-1.99)	(6.19)	(2.27)
Pseudo R ²	0.052	0.048	0.051	0.047

3. CEO 任期与董事会治理。模型(3)的回归结果见表 6。董事会监督力度的代理变量与 CEO 任期的回归系数均在统计上显著。具体而言，董事会会议次数 (NumMeet)、董事会独立性 (Independ)、董事会规模 (Bsize)、董事会持股比例 (Bholding) 均与 CEO 任期 (Ltenure) 显著负相关，即随着 CEO 任期的逐渐延长，董事会人数和召开会议次数显著减少、独立性明显减低、且持股比例

有所下降。结合前文的理论分析,这些结果均表明当 CEO 任期逐渐延长,董事会的监督力度、参与公司治理频率、决策制定的独立性、以及与经营目标的一致性等方面均显著减弱。此外,CEO 两职兼任反映出较强的 CEO 权力,而两职合一(Duality)的 Logit 回归中,Ltenure 的系数显著为正,也意味着 CEO 任期逐渐延长公司监督强度会逐渐减弱。基于此,表 6 的回归结果均支持假设 3 的结论。

表 6 CEO 任期与董事会治理回归结果

变量	NumMeet(OLS)	Independ(OLS)	Bsize(OLS)	Bholding(OLS)	Duality(Logit)
Ltenure	-2.210 *** (-3.39)	-0.016 * (-1.67)	-1.702 *** (-5.29)	-0.048 *** (-4.30)	1.254 * (1.71)
CONTROL	控制	控制	控制	控制	控制
Constant	-0.066 (-0.04)	0.321 *** (14.14)	0.867 (1.14)	0.211 *** (8.03)	5.544 *** (3.80)
N	5838	5838	5838	5838	5817
Pseudo R ²	—	—	—	—	0.076
Adjusted R ²	0.151	0.022	0.112	0.160	—

(三)稳健性检验

本文从以下几个方面对实证结果进行稳健性检验。首先,CEO 强制变更样本是手工搜集产生的,因此,本文将样本期间所有变更事件作为 CEO 变更样本进行检验,结果表现出较强的噪音干扰;其次,任期较短 CEO(New)的测算方法由 CEO 任期小于样本中值改为小于平均值,实证结果(见表 7)依然保持不变。第三,参考已有文献^[21],利用总资产营业利润率及行业调整的总资产营业利润率作为绩效考核指标,结果表明绩效的不同测算方式并没有对本文的研究结果产生影响;最后,为了降低 CEO 任期与董事会监督力度内生问题的影响,我们将滞后一期的董事会治理变量作为工具变量采用两阶段回归模型,结果仍与前文保持一致。总之,以上稳健性检验结果^①均支持研究结论,实证结果具有可靠性。

表 7 重新定义较短任期 CEO 与绩效强制变更敏感性的回归结果(N=22741)

变量	IROA(1)	IRET(2)	NegEarn(3)	NegRet(4)
PERF	-10.540 *** (-3.78)	-4.853 *** (-6.10)	0.115 *** (2.83)	0.339 *** (5.08)
New × PERF	-15.410 *** (-4.14)	-1.745 * (-1.71)	0.244 *** (4.45)	0.186 ** (2.16)
CONTROL	控制	控制	控制	控制
Constant	-1.179 (0.73)	2.140 (1.33)	0.574 (0.36)	0.759 (0.47)
Average marginal effects				
Marginal effect of PERF for New = 0	-0.313 ***	-0.145 ***	0.004 ***	0.016 ***
Marginal effect of PERF for New = 1	-0.251 ***	-0.116 ***	0.002 **	0.007 ***
增量效应	-0.405 ***	-0.046 *	0.006 ***	0.005 **
标准误	0.099	0.027	0.001	0.002
Z 值	(-4.10)	(-1.71)	(4.40)	(2.15)
Pseudo R ²	0.051	0.048	0.048	0.047

① 篇幅所限,本文仅列示了重新测算任期较短 CEO(New)变量后的稳健性检验结果,其他结果作者备索。

五、研究结论与局限

本文以 2010 – 2014 年我国沪深 A 股主板上市公司为研究样本，从董事会治理视角，探究 CEO 变更与公司绩效之间的关系，并联系 CEO 任期分析绩效强制变更敏感性变化的原因。研究结果表明：(1)CEO 强制变更与公司绩效负相关。这说明我国上市公司建立基于绩效的 CEO 聘用契约机制较为完善。(2)随着 CEO 任期逐渐延长，公司绩效与 CEO 强制变更敏感性持续减弱。当任期较短时，企业发生严重亏损或业绩下滑极可能触发 CEO 强制变更的惩罚机制；相反，当任期较长时，CEO 创造价值的能力会逐渐满足董事会的预期。因此，(3)随着 CEO 任期逐渐延长，董事会会对 CEO 的监督力度持续减弱。董事会对 CEO 能力的认知不断加深、满意度逐渐提高、认为 CEO 提升企业价值的可能性越大，使得董事会治理结构和监督力度均发生显著改变，即随着任期的延长而逐渐减弱。

这一研究成果从董事会治理视角，多元分析上市公司经理人聘用契约的影响因素，为不同经理人执业能力与企业激励契约有效性之间的关系提供可靠且稳健的经验证据；并进一步证实董事会监督管理层所采取的治理结构反映股东对相关信息的需求。从现实意义来说，有助于企业建立基于绩效的经理人聘用机制、完善激励契约并提升整体价值。此外，CEO 任期的不断延长隐含着董事会对任职 CEO 满意度的加深，任期便成为判断 CEO 能力的重要依据。从企业长远发展来看，任期激励制度或许可以成为留住精英、创造价值的有效手段，因此，本文的研究结论有利于股东正确理解经理人聘用契约，对制定和完善科学合理的激励契约具有一定理论意义。

本文的研究也存在一定程度的局限性，CEO 强制变更定义的划分受到主观判断的影响；其次，仅以 CEO 作为研究主体，考察任期、董事会治理与绩效强制变更敏感性的关系，该研究结论是否能够推广到上市公司整个管理团队及全体经理人，仍需在今后的研究中作进一步地分析和验证。

参考文献：

- [1] Engel E. , R. M. Hayes and X. Wang. CEO turnover and properties of accounting information [J]. Journal of Accounting and Economics, 2003, (36): 197 – 226.
- [2] 李增泉, 孙铮, 王志伟. “掏空”与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据 [J]. 会计研究, 2004, (12): 3 – 13, 97.
- [3] Allgood S. , Farrell K. A. , and Kamal R. Do boards know when they hire a CEO that is a good match? Evidence from initial compensation [J]. Journal of Corporate Finance, 2012, 18(5): 1051 – 1064.
- [4] Murphy K. J. and Zimmerman J. L. Financial performance surrounding CEO turnover [J]. Journal of Accounting & Economics, 1993, 16(93): 273 – 315.
- [5] 龚玉池. 公司绩效与高层更换 [J]. 经济研究, 2001, (10): 75 – 82, 96.
- [6] 朱红军. 大股东变更与高级管理人员更换: 经营业绩的作用 [J]. 会计研究, 2002, (9): 31 – 40, 65.
- [7] 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.
- [8] 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.
- [9] Gomez-Mejia L. and Wiseman R. M. Reframing executive compensation: An assessment and outlook [J]. Journal of Management, 1997, 23(5 – 6): 291 – 374.
- [10] Core J. E. and D. F. Larcker, performance consequences of mandatory increases in executive stock ownership [J]. Journal of Financial Economics, 2002, (64): 317 – 340.
- [11] Gerhart B. , Wright P. M. , Mahan G. C. , et al. Measurement error in research on human resources and firm performance: How much error is there and how does it influence effect size estimates? [J]. Personnel Psychology, 2000, 53(4): 803 – 834.
- [12] Bebchuk L. A. and Fried J. M. Executive compensation as an agency problem [J]. Journal of Economic Perspectives, 2003, (17): 71 – 92.

- [13] Goergen M. and Renneboog L. Managerial compensation [J]. Journal of Corporate Finance, 2011, 17(4): 1068 – 1077.
- [14] Jiang F. X. and K. A. Kim. Corporate governance in China: A modern perspective [J]. Journal of Corporate Finance, 2015, 32(b): 190 – 216.
- [15] Gibbons R. and Murphy K. J. Optimal incentive contracts in the presence of career concerns: Theory and evidence [J]. Robert Gibbons, 1992, 100(3): 468 – 505.
- [16] Milbourn T. T. CEO reputation and stock-based compensation [J]. Journal of Financial Economics, 2003, 68(2): 233 – 262.
- [17] Mishra D. R. The dark side of CEO ability: CEO general managerial skills and cost of equity capital [J]. Journal of Corporate Finance, 2014, 29(C): 390 – 409.
- [18] Brickley J. A, Coles J. L. and Jarrell G. Leadership structure: Separating the CEO and chairman of the board [J]. Journal of Corporate Finance, 1997, 3(3): 189 – 220.
- [19] Morck R. , Shleifer A. and Vishny R. W. Management ownership and market valuation: An empirical analysis [J]. Journal of Financial Economics, 1998, 20(88): 293 – 315.
- [20] 姜付秀, 朱冰, 王运通. 国有企业的经理激励契约更不看重绩效吗? [J]. 管理世界, 2014, (9): 143 – 159.
- [21] Kaplan S. N. , Klebanov M. MandSorensen M. Which CEO characteristics and abilities matter? [J]. Journal of Finance, 2012, 67(3): 973 – 1007.
- [22] 刘美玉. CEO 强制性变更、继任模式与公司绩效的实证研究——来自中国上市公司的经验证据 [J]. 宏观经济研究, 2011, (3): 75 – 81.
- [23] Karaca-Mandic P. , Norton, E. C. and Dowd, B. Interaction terms in nonlinear models [J]. Health Services Research, 2012, 47(1): 255 – 274.

CEO Tenure, Board Governance and Performance Forced Turnover Sensibility

LI Ji-han, LIU Shu-lian, ZHU Ming-yuan

(School of Accounting, Dongbei University of Finance and Economics, Dalian 116025, China)

Abstract: Using the data of A-share listed companies in main board of Shanghai and Shenzhen stock exchange in 2010 – 2014 and the 1341 cases of CEO turnover events during this period as the initial research sample, this paper applies the Logit model and OLS model to study the impact of CEO tenure on the sensitivity of corporate performance and CEO forced turnover and further explains the reason for the change of sensitivity from the perspective of board of directors' governance. The research results show that CEO tenure is a significant indicator of CEO's capability and the sensitivity of corporate performance and CEO forced turnover, as well as the monitoring intensity of the board of directors are all significantly reduced with the extension of CEO tenure. The results reveal that the board governance mechanism reflects shareholders' demand for the supervision of CEO and their need for relevant information.

Key words: CEO tenure; board governance; corporate performance; CEO forced turnover

(责任编辑: 肖 如)