



CEO 变更与企业价值关系的实证模型

王福胜, 王摄琰

哈尔滨工业大学 管理学院, 哈尔滨 150001

摘要: 委托代理理论认为 CEO 变更是由于代理人没有实现委托人对企业价值的预期, 委托人以解除契约的形式来体现其约束机制的威力。为验证委托代理理论对 CEO 变更与企业价值关系的解释力, 基于委托代理理论的两个前提假设, 即委托代理关系的成立和企业价值低于股东的预期, 构建 CEO 变更与企业价值关系的 Logistic 回归模型。选取 2005 年至 2009 年中国资本市场发生 CEO 变更、A 股持续经营的上市公司样本, 依据样本企业价值和公司性质不同对 Logistic 回归模型进行分组检验。研究结果表明, 企业价值水平较高时, 股东对企业价值的预期通常能够得到满足, 导致股东依据企业价值水平变更 CEO 的可能性较小; 民营企业由于公司治理水平较低, CEO 与股东之间的委托代理关系不一定成立, 这两种情况均会降低委托代理理论对 CEO 变更与企业价值关系的解释能力, 因此仅用委托代理理论来解释 CEO 变更与企业价值关系具有一定的局限性。

关键词: 委托代理理论; CEO 变更; 企业价值; 企业性质

中图分类号: F271.5

文献标识码: A

文章编号: 1672-0334(2012)01-0015-10

1 引言

近年来的大量研究表明, CEO 变更既是公司治理影响企业价值的关键变量, 也是企业价值变化的指示器。学术界对 CEO 变更的专门研究始于 20 世纪 60 年代, Grusky^[1] 首先构建了 CEO 变更的实证模型, 认为 CEO 变更是导致企业不稳定、影响企业结构的关键因素。20 世纪 70 年代基于委托代理理论的 CEO 变更研究理论框架开始逐步形成, 20 世纪 80 年代 CEO 变更这一研究领域得到快速发展, 社会网络等理论被引入 CEO 变更问题的研究。在中国, 大量的研究都是基于委托代理理论构建分析框架, 以企业业绩为突破口和落脚点, 对其影响因素的相关研究也都主要围绕 CEO 变更对企业业绩的敏感性展开。但是随着中国资本市场的发展和学术界对 CEO 变更问题研究的深入, 基于委托代理理论的 CEO 变更分析框架是否能较准确地分析中国市场的 CEO 变更问题有待实证检验。本研究构建 CEO 变更与企业价值的关系模型, 采用中国上市公司数据对模型进行实

证检验, 并对结果进行分析, 探讨 CEO 变更与企业价值关系研究的未来发展方向。

2 相关研究评述

2.1 CEO 变更的内在机理

委托代理理论认为公司治理通常是关于股东、董事会和高层管理人员(通常简称 CEO)之间的一种制度安排^[2-3]。在这种制度安排中, CEO 变更已经成为现代公司治理机制的重要组成部分, 现代企业两权分离, 投资者一般不直接参与公司的生产经营, 企业价值很大程度上取决于 CEO 的经营能力和努力程度, 为了实现更大的投资收益, 投资者委托董事会对 CEO 实施激励和监督。一方面, 董事会负责选聘公司需要的 CEO, 同时通过设计激励契约保证 CEO 最大程度发挥自己的经营才能; 另一方面设计监督契约, 通过企业价值对 CEO 能力和努力程度进行评价, 当企业价值无法满足投资者预期时, 适时变更那些不能满足公司发展需要和不努力的 CEO, 有利于企

收稿日期: 2011-08-16 修返日期: 2011-11-23

基金项目: 国家自然科学基金(70972097)

作者简介: 王福胜(1964-), 男, 黑龙江富锦人, 毕业于哈尔滨工业大学, 获博士学位, 现为哈尔滨工业大学管理学院教授、博士生导师, 研究方向: 公司治理、公司理财和资本运营等。E-mail: wangfushenghit@sohu.com

业价值的进一步提升,从而满足投资者的价值需求^[4-5]。

20世纪70年代以来,CEO变更问题的主流研究是在传统委托代理理论框架下展开的。委托代理理论是契约理论运用于现代企业分析的重要体现之一。Jensen等^[6]认为,委托人与代理人之间的利益分歧、信息不对称性、契约不完备性和交易费用是产生代理问题的根本原因,委托人可以通过设立适当的激励机制或花费一定的监督费用来限制代理人背离委托人利益行为的发生,从而降低委托人与代理人之间的利益冲突。

在经理人市场的交易过程中不断发生股东(委托人)和CEO(代理人)之间的委托代理问题。在经理人市场交易前的选择过程中,相关交易信息在交易双方之间的分配是不对称的,这种事前的信息不对称会导致逆向选择问题。在事后的交易关系中,由于信息不对称,代理人的行动和随机变量(自然状态)共同决定了某些可以观察到的结果,但委托人一般只能观察到结果,而不能直接观察到代理人的行动和随机变量本身。这就可能导致代理人的机会主义行为,即道德风险^[7]。在信息不对称的条件下,事前难以准确地对代理人进行价值评价和判断,事后也难以对代理人进行有效的监控。

在所有权和经营权分离的现代企业中,代理问题是导致CEO频繁变更的关键因素。CEO是公司股东的代理人,而董事会作为联结股东和CEO的纽带,一方面进行CEO变更的决策,从约束角度来解决CEO的代理问题;另一方面进行CEO薪酬的决策,从激励角度来缓解可能产生的代理问题^[8]。Kang等^[9]在研究股票市场流动性与CEO变更的驱动因素时发现,企业价值持续下降时,委托人(股东)倾向于解雇现任CEO或者缩短CEO的任期;冉敏等^[10]认为,当企业处于衰退期时,变更CEO是股东和投资者提升企业价值的一种必要手段,而且实证结果显示衰退企业变更CEO可以提高企业价值,进而满足股东和投资者的价值需求。

由以上分析可知,委托代理理论对CEO变更机理的解释包含两个前提假设,①在所有权和经营权分离的现代企业中,CEO是公司股东的代理人,因此运用委托代理理论解释CEO变更问题首先要满足CEO与股东之间委托代理关系的成立;②在CEO与股东之间委托代理关系成立的前提下,股东对企业价值会有一个预期,当企业价值低于股东的预期时,股东就有可能变更CEO。

目前有些研究认为委托代理理论并不能用来解释所有企业的CEO变更问题,可能是由于不能满足委托代理理论解释CEO变更的前提假设。Tsai等^[11]对台湾样本企业进行的实证研究表明,运用委托代理理论来解释CEO变更问题仅适合台湾的非家族企业,并不适合家族企业。这是因为家族企业的委托代理关系可能并不成立或者实质上并不存在。Cumming等^[12]采用中国资本市场的样本数据,通过实证

研究发现,在非国有企业中公司欺诈导致的企业价值变动更容易导致CEO变更,相对而言,在国有企业中只有重大欺诈事件产生的企业价值变动才能促使国有企业变更CEO,所以不同性质企业的股东会采取不同的激励和监管策略,以达到避免公司欺诈和有效变更CEO的目的。近年来,民营企业迅速发展,对中国资本市场中的民营企业和非民营企业进行对比分析,有助于寻求更适合的CEO变更依据和策略,同时也期望能够找到不同类型企业在CEO变更机理上存在差异性的进一步证据。

2.2 CEO变更与企业价值关系

研究CEO变更与企业价值关系主要基于委托代理理论的两类实证研究,一类旨在验证企业价值变化是CEO变更的影响因素,另一类旨在验证企业价值变化是CEO变更的经济后果。

将企业价值变化作为CEO变更影响因素的相关研究结果可以分为以下两种。第一种研究结果肯定了企业价值变化对CEO变更的影响,认为企业价值下降,导致CEO不能满足股东的价值需求,从而引起CEO变更。Mella-Barral等^[13]基于委托代理理论的研究结果显示,管理层的状况对企业价值变化发挥着重要作用,且企业价值的稳定增长也是管理层保持稳定的基础。公司股东对财富的追求迫使他们不断地对CEO提出更高的企业价值目标,当CEO不能满足其价值需求,或者有更合适的人选能够保证企业价值最大化并不断地提升时,他们必然会通过董事会来变更现任CEO^[14-16]。第二种研究结果认为,在CEO变更前的不同时间段,企业价值对CEO变更的影响是不同的。Feng等^[17]认为,在变更前1年的企业价值状况与CEO变更呈明显负相关,即企业价值下降则CEO变更发生的可能性增加,但变更前4年的企业价值状况与CEO变更的关系已变得不明显。上述两种研究结果并不矛盾,其核心都肯定了企业价值变化对CEO变更的影响作用。

将企业价值变化作为CEO变更经济后果的研究结果可以分为以下两种。第一种研究结果认为CEO变更之后,企业价值非正常变化是必然要发生的^[18]。Wang等^[19]研究发现,CEO变更会引起投资者对企业价值预期的变化,从而引起股票交易量和股票价格的非正常变动;Adams等^[20]研究发现,CEO变更公告会导致财富在股东和债权人之间流动,使股票收益和债券收入出现非正常变化,从而引起企业价值的非正常变化,这种变化产生的原因是由于CEO变更,尤其是强迫变更的发生以及从外部选择继任者给债权人传递了一种不确定的信息,使他们对公司未来的政策产生怀疑,对企业未来价值的预期大打折扣。第二种研究结果认为CEO变更的类型决定了变更是否会引起企业价值非正常变化。欧湛颖^[21]从正常变更以及辞职或被解聘等离职原因入手,探讨CEO变更对企业价值及持续成长能力的影响。研究发现,CEO变更对企业价值的持续增长有显著影响;继任的CEO在上任后是有所作为的,CEO变更所带来的

长期效果得到验证;在各类CEO变更事件中,各种离职原因对企业未来价值的影响存在差异,正常的CEO变更事件对企业价值持续成长的影响显著为正,而CEO辞职或被解聘对企业价值持续成长的影响显著为负;CEO变更之后对企业价值的影响作用随时间的推移呈递减的趋势。

已有研究表明,CEO变更与企业价值之间的确存在某种必然联系。委托代理理论认为,CEO变更是由于代理人(CEO)没有实现委托人(股东)对企业价值的预期,委托人以解除契约的形式来体现其约束机制的威力。此时,CEO变更公告传达了委托人希望进一步提升企业价值的信息,从而提升了投资者的信心。但是,频繁的CEO变更会向投资者传达企业发展存在不稳定因素的信息,导致投资者信心下降,引起财富在股东和债权人之间的异常流动,导致企业价值的非正常变化。由此可知,导致股东做出变更CEO这一决策的关键因素是企业价值状况是否能够满足股东对企业的价值需求,因此有必要对企业的价值状况进行区分,即企业价值状况能够满足股东价值需求和不能满足股东价值需求时,分别探讨CEO变更与企业价值之间的相关性,从而验证委托代理理论对CEO变更与企业价值关系的解释力。同时,现有的研究表明,CEO变更前的不同时间段,企业价值与CEO变更的相关程度也有所不同,企业价值与不同类型的CEO变更之间的关系也有所不同,但是这些研究都没有得到统一的结论,而且缺乏区分企业价值高低不同对CEO变更产生影响的经验证据,因此有待于进一步验证。因此,本研究旨在构建CEO变更与企业价值的关系模型,研究委托代理理论能否合理解释CEO变更与企业价值之间存在的规律性联系,在研究的过程中考虑时间维度的影响,依据企业价值状况和企业性质不同对样本进行分组检验。

3 模型构建和研究假设

3.1 模型的原理

基于已有研究,本研究以委托代理理论为基础,认为CEO与企业股东之间是委托人和代理人的关系,考虑时间维度的影响,构建逻辑回归模型,区分CEO变更的类型和发生CEO变更的企业性质,分别验证CEO变更与企业价值的关系。设被解释变量为CEO变更,定义为 Y ;解释变量为企业价值,定义为 X 。那么CEO变更的两种情况(发生变更和未发生变更)下, Y 的取值分别为1或者0,即

$$Y = \begin{cases} 1 & \text{发生CEO变更} \\ 0 & \text{未发生CEO变更} \end{cases} \quad (1)$$

假定企业发生CEO变更的概率为 P ,未发生CEO变更的概率为 $(1-P)$, P 为第 i 个自变量企业价值 X_i 的函数,即

$$P = P(Y=1) = F(\beta_i X_i) \quad i = 1, 2, \dots, k \quad (2)$$

其中, β_i 为回归系数。

引入CEO变更的似然比 Ω ,令 $\Omega = \frac{P}{1-P}$,这种转化是非线性的,且 Ω 为 P 的单调增函数,保证 P 与 Ω 增长(下降)的一致性。 Ω 的取值范围为 $[0, +\infty)$ 。进一步进行转换,对 Ω 取对数,即 $\ln\Omega = \ln\frac{P}{1-P}$, $\ln\Omega$ 与 P 之间仍呈增长(或下降)的一致性关系,且取值范围为 $(-\infty, +\infty)$,与一般线性回归模型中对应变量的取值范围相吻合,即 $\ln\Omega = \ln\frac{P}{1-P} = \text{Logit}(P)$ ^[22]。经过变换后,可以利用一般线性回归模型建立被解释变量CEO变更的概率(P)与解释变量企业价值(X_i)之间的依存模型,即

$$\text{Logit}(P) = \beta_0 + \beta_i X_i \quad (3)$$

其中, β_0 为常数项。

可得

$$Y = \ln\frac{P}{1-P} = \beta_0 + \beta_i X_i \quad (4)$$

$$P = \frac{1}{1 + \exp[-(\beta_0 + \beta_i X_i)]} \quad (5)$$

该逻辑回归模型是典型的增长函数,而且可以很好地体现CEO变更的概率与解释变量企业价值之间的非线性关系。

3.2 模型的假设

根据CEO变更的内在机理可知,委托代理理论认为,CEO变更是由于代理人(CEO)没有实现委托人(股东)对企业价值的预期,委托人以解除契约的形式来体现其约束机制的威力,即当企业价值低于股东预期时CEO变更更有可能发生。关于企业价值的衡量,已有研究多是采用托宾 Q 值和市价净值比($\frac{P}{B}$),由于实际上相关的财务资料不能衡量出真正的托宾 Q 值和市价净值比,通常选择替代变量对二者进行计算,替代之后的托宾 Q 和市价净值比的计算公式相同,故本研究选择托宾 Q 作为衡量企业价值的代理变量^[23]。当托宾 Q 值小于1时,企业市价小于重置成本,股东的价值需求不能得到满足;当托宾 Q 值等于1时,企业投资和资本成本达到动态均衡,企业有进一步发展的空间;当托宾 Q 值大于1时,企业市价高于企业的重置成本,企业价值水平升高,有可能满足股东的价值需求。企业价值越低,股东的监管作用越能得到发挥,变更CEO的可能性越高^[24]。据此本研究提出假设。

H_1 企业价值代理变量托宾 Q 值大于等于1的企业,CEO变更与企业价值的相关性低于托宾 Q 值小于1的企业。

虽然中国民营经济一直保持持续、快速、稳定的发展态势,并已成为经济增长和发展的主要推动力,但民营企业的CEO并非企业真正的决策者,其所有者未能充分授权给CEO,没有成为真正的委托人和监督者^[25],而运用委托代理理论解释CEO变更问题的前提是CEO与股东之间委托代理关系的成立,因

表1 中国上市公司年度 CEO 变更率:2005-2009
Table 1 Chinese Listed Company Annual Rate of CEO Turnover:2005-2009

	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2005年至2009年
上市公司总数	1 358	1 411	1 527	1 602	1 700	7 598
上市公司样本总数	1 174	1 239	1 364	1 441	1 540	6 758
年度 CEO 变更总数	257	251	308	273	258	1 347
年度 CEO 变更率(%)	21.891	20.258	22.581	18.945	16.753	19.932
合并后的年度 CEO 变更总数	243	235	286	260	249	1 273
合并后的年度 CEO 变更率(%)	20.698	18.967	20.968	18.043	16.169	18.837

此本研究认为运用委托代理理论来解释民营企业 CEO 变更的原理可能无法得到较好的效果,据此提出假设。

H₂ 民营企业 CEO 变更与企业价值之间的相关性小于非民营企业 CEO 变更与企业价值之间的相关性。

4 研究设计

4.1 样本和变量选取

4.1.1 数据的选取、CEO 及其变更的分类

选取数据时首先剔除金融保险业样本,因为其行业的特殊性不利于研究结果的对比分析;其次,由于要对2005年至2009年的数据进行纵向的对比分析,选取的样本都是在该时间范围内持续正常经营的企业样本。据此,本研究选取2005年至2009年深市和沪市 A 股正常经营的非金融保险业上市公司为研究样本。

由于不同公司的职位设置有所不同,因此取得数据时要明确 CEO 在本研究中的定义。国外文献中 CEO 多定义为首席执行官,在本研究中 CEO 是指由董事会代表股东选择的公司决策的制定者和权力中心,在中国企业中通常定义为首席执行官、总裁和总经理^[26]。

通过锐思数据库和国泰安数据库取得的2005年至2009年非金融保险业中国上市公司 CEO 变更情况数据如表1所示。表1中合并数据指同一公司在同一年度内发生多次变更的情况,将多次变更合并为只发生一次变更进行分析,因为基于委托代理理论,本研究认为 CEO 不会在如此短的时间里因为企业价值的下降而被迫离职,因此短期内的多次变更不能正确反映 CEO 变更与企业价值之间的关系。其中1 273家上市公司在2005年至2009年间至少经历过一次 CEO 变更,总的变更数为1 347。在此期间 CEO 变更率在2007年以后到2009年总体上呈现下降趋势,平均年度 CEO 变更率为19.932%。Karlsson 等^[27]对全球2 500家大型企业的 CEO 变更情况进行调查得到的调查报告显示,2000年至2009年全球 CEO 变更率维持在平均14.200%。由此可见中国的 CEO 变更率高于国际水平,但是较高的 CEO 变更率

是否能体现较高的监管水平还有待检验。

锐思数据库提供的 CEO 变更的原因有14种,即调任、辞职、辞退、退休、逝世、换届、控股权变动、完善治理结构、违规或涉案、健康原因、结束代理、股东大会否决、其他原因、未披露。表2给出本研究所取样本中不同原因 CEO 变更的分布以及合并后的样本中 CEO 变更的分布情况。

表2 中国上市公司 CEO 变更原因分类

Table 2 CEO Turnover Reasons of Chinese Listed Company

序号	变更原因	全样本		合并后的样本	
		数量	占样本总数的百分比 (%)	合并后数量	占合并后样本总数的百分比 (%)
1	调任	365	27.097	347	27.258
2	辞职	435	32.294	414	32.522
3	辞退	50	3.712	50	3.928
4	退休	20	1.485	20	1.571
5	逝世	105	7.795	90	7.070
6	换届	180	13.363	174	13.668
7	控股权变动	10	0.742	10	0.786
8	完善治理结构	19	1.411	18	1.414
9	违规或涉案	4	0.297	3	0.236
10	健康原因	18	1.336	15	1.178
11	结束代理	20	1.485	15	1.178
12	股东大会否决	2	0.148	1	0.079
13	未披露	53	3.935	51	4.006
14	其他原因	66	4.900	65	5.106
	总数	1 347	100	1 273	100

基于委托代理理论,为体现公司治理的有效性,本研究将CEO变更样本分为被迫变更和非被迫变更两组,因为被迫变更更能反映股东监督的有效性。已有研究表明区分被迫变更与非被迫变更比较困难,根据公开的信息很难确定其性质,如当变更是因为调任发生时,必须根据离职者变更后的工作进行判断。

为了更好地确定被迫变更的样本,本研究借鉴Chang等^[28]的研究方法。首先,排除退休、逝世、健康原因、控股权变动以及完善公司治理结构等原因的变更,其中排除“公司治理结构”是因为因这一原因离任的CEO,或是获得其原有的职位,或是成为董事会成员,又或者仍是关键管理成员。其次,排除违规或涉案的变更,因为此类变更并不是由于企业价值变动引起公司治理要求的股东监督作用导致的。最后,对其余的变更事件进行跟踪分析,确定CEO变更后的最终去向,如果变更后的CEO取得了较变更之前更好的职位则视为自愿变更,否则视为被迫变更。关于CEO变更后最终去向的数据来源于中国上市公司数据库和金融界网站。

在最初的1273个合并后样本中,本研究剔除348个被认定为非被迫变更的样本,其中包括20个CEO退休,90个CEO逝世,15个CEO由于健康问题离职,10个CEO因为控股权的变动离职,18个CEO因为完善公司治理结构离职,3个CEO正在接受法律调查或已被逮捕,17个CEO离职后在政府部门或其他事业单位取得更好职位,74个CEO在变更后成为董事会主席或者副主席,95个CEO在其他上市公司取得新的CEO职位,6个CEO出国或进修。本研究认定其余925个样本为被迫变更,其中包括417个CEO在原公司但是职位较变更之前低,327个CEO在较变更之前声望差的公司取得新的职位,69个CEO在非上市公司或小企业中取得管理职位,112个CEO未注明去向,由于数据库不提供复杂情况下的CEO离职情况,因此将此情形认定为被迫变更。进一步观察发现,由于退休所引起的变更样本中,有2

名CEO的退休年龄低于55,故而被认定为被迫变更。最终,本研究确定的CEO被迫变更样本为927个,是总变更的72.820%。博思艾伦咨询公司全球2500家最大型上市公司的CEO变更情况分析报告显示,从1995年到2006年,年度CEO变更率提高了59%,1995年12.500%的离职CEO属于被迫变更,而在2006年被迫离职的CEO比例达到近三分之一^[29]。由此可见,2005年至2009年中国企业CEO被迫变更占总变更的比率远远高于国际水平,被迫变更是否是由于有效的公司治理的结果还有待研究。

4.1.2 变量选取

本研究选取的被解释变量为CEO是否变更,其中变更指的是前文所述被迫变更。解释变量为企业价值的代理变量托宾Q值,已有研究表明CEO变更与企业价值之间的相关性随着时间的推移而递减,因此CEO变更前一年的企业价值状况最能反映股东变更CEO的动机;同时为了减轻企业价值对CEO变更产生影响的时滞性,如果变更发生在当年的前6个月则用前1年的企业价值来对应衡量,若变更发生在一年中的后6个月内,则用当年的企业价值来衡量^[21-22,30]。

为了准确评价企业价值对CEO变更是否存在影响,本研究依据已有研究选取多个控制变量。首先控制离职CEO的年龄,已有研究表明管理层的变更有可能与年龄相关;其次,已有研究表明CEO变更与其在企业的任职期限、是否在外单位管理层担任重要职务以及是否在本公司兼任董事会职务有关。因此,本研究选择CEO的年龄、任职年限、是否在外单位兼职、是否两职兼任为控制变量。另外,还要控制公司本身的特征变量,即公司规模、上市年限、企业性质等。已有研究表明,公司的规模不同CEO变更的可能性也会有所变化,因此要控制公司规模变量^[31]。另外,企业是否民营在很大程度上影响CEO变更,因此引入虚拟变量进行区分。本研究的变量及其定义见表3。

表3 变量定义表
Table 3 Variable Definitions

变量分类	变量名称	变量定义
被解释变量	Y CEO是否变更	虚拟变量,发生变更为1,未发生变更为0
解释变量	X_1 托宾Q值	$Q = \frac{\text{股票市值} + \text{净债务}}{\text{有形资产现行价值}}$
控制变量	X_2 CEO任期	CEO在公司的任职期限
	X_3 CEO年龄	至统计当年CEO的实际年龄
	X_4 是否本公司兼任	在本公司董事会内部兼任重要职务
	X_5 是否外公司兼任	在外公司董事会内部兼任重要职务
	X_6 上市年限	上市日期至统计当年的上市年数
	X_7 公司规模	以公司的注册资本指标衡量
	X_8 是否民营	虚拟变量,民营为1,非民营为0

表4 各变量描述性统计分析结果
Table 4 Results of Descriptive Statistical Analysis

变量	平均值	中位数	最大值	最小值	标准差	合计数	观测值
Y	0.150	0	1	0	0.350	797	5 260
X ₁	2.590	1.200	1 658.610	0.180	2.950	13 575.660	5 260
X ₂ (年)	3.160	3	15	0.100	8.760	16 627.700	5 260
X ₃ (岁)	46.250	45	65	26	6.690	242 995	5 260
X ₄	0.830	1	1	0	0.370	4 381	5 260
X ₅	0.340	0	1	0	0.470	1 792	5 260
X ₆ (年)	9.200	9	18	3	2.970	48 410	5 260
X ₇ (千万)	3 307	271	300 000	0.000	10 171	1 739 968	5 260
X ₈	0.310	0	1	0	0.460	1 644	5 260

4.2 描述性统计分析

为了保持样本的连续性,本研究选取2005年至2009年连年均可获得相关数据的样本1 052家企业进行研究。采用面板数据,充分利用时间序列和横截面数据所提供的丰富信息,提高了自由度;通过控制异方差的影响,获得更多变异性信息,减少变量之间多重共线性,得到的估计结果更加有效、稳定和可靠。

对样本进行描述性统计分析,结果见表4。由表4可知,如数据不存在缺省,本次面板测量的各变量观测值为5 260(1 052×5)。被解释变量(CEO是否变更)中发生变更的样本为797家,即有130个样本由于不能保证在2005年至2009年获取数据的连续性而被剔除。CEO是否变更这一指标说明,在过去5年中1 052家企业至少发生了797次CEO被迫变更,平均每年的变更率为15.152%,说明CEO被迫变更发生的频繁性。解释变量(企业价值)的均值为2.590,标准差为2.950,最大值和最小值分别为1 658.610和0.180;控制变量CEO任期的平均值为3.160年,任期的最大值和最小值分别为15年和0.100年,变化幅度较大。博思艾伦咨询公司做的一项调查显示,1995年世界2 500家最具价值公司的CEO平均任期为9.5年,2001年降为7.3年,并且推断CEO变更的任期会越来越短^[29]。CEO年龄的平均值为46.250,最大值和最小值分别为65和26,由此可见中国企业的CEO正在不断地地龄化;是否本公司兼任的平均值是0.830,说明本公司兼任情况在中国企业中普遍存在;是否在外公司兼任的平均值为0.340,说明有三分之一的CEO存在该问题;上市公司年限的平均值为9.200,最大值和最小值分别为18年和3年,符合本研究需求。若上市年限低于3年,则其企业价值对CEO变更的影响可能还不能体现出来。从公司规模描述性统计结果可以看出中国上市公司的普遍情况;是否民营企业的平均值为0.310,说明所选择样本中民营企业所占比例接近三分之一。至于各

控制变量是否会对CEO变更产生影响,还有待进一步的实证检验。

由描述性统计分析的结果可知,在中国CEO变更正频繁的发生着,那么频繁的CEO变更能否成为企业价值创造的手段亟需得到验证;公司间企业价值水平差异较大,不同价值水平下企业变更CEO的动因是否都能用委托代理理论解释具有现实意义;民营企业占所选样本企业将近三分之一,考虑其公司治理结构的特殊性与委托代理理论的前提假设的不完全一致性,将其与非民营企业进行对比分析具有重要意义。因此,描述性统计分析初步验证本研究的迫切性和重要性。同时,内部兼任和外部兼任的普遍性也意味着该因素极有可能对CEO变更与企业价值的关系产生较大影响。

5 实证过程和结果

5.1 H₁的检验

H₁表明,当企业价值水平较低时,股东为了满足其价值需求,会通过董事会来变更CEO,以求得企业价值的提升;当企业价值水平较高时,股东因为企业价值变动而变更CEO的可能性较小。为了检验这一假设,依据企业价值代理变量托宾Q对样本进行分组检验,模型一检验企业价值变量托宾Q值大于等于1的样本组,模型二检验企业价值变量托宾Q小于1的样本组,两个模型都以CEO是否变更(Y)为被解释变量、以企业价值变量托宾Q值(X₁)为解释变量,同时控制其他变量,建立Logistic回归模型,即

$$Y_j = \ln \frac{P_j}{1 - P_j} = \beta_0 + \beta_1 X_{1j} + \beta_m X_{mj} + \varepsilon_j \quad (6)$$

$$P_j = \frac{1}{1 + \exp[-(\beta_0 + \beta_1 X_{1j} + \beta_m X_{mj} + \varepsilon_j)]} \quad (7)$$

$j = 1, 2; m = 2, \dots, 8$

其中, $j=1$ 表示模型一, $j=2$ 表示模型二; X_m 为控制变量,包括CEO任期、CEO年龄、是否本公司兼任、是否外公司兼任、上市年限、公司规模以及是否民营

企业。检验结果见表5。

表5 H₁的检验结果
Table 5 Test Results of Hypothesis 1 Test

解释变量	被解释变量:Y _j (CEO是否变更)	
	模型一(Y ₁)	模型二(Y ₂)
常数项	-2.504 (0.000)***	-6.672 (0.000)***
X ₁	-0.003 (0.472)	3.290 (0.200)*
X ₂	0.001 (0.795)	0.361 (0.000)***
X ₃	0.013 (0.440)*	0.012 (0.349)*
X ₄	0.617 (0.000)***	0.800 (0.000)***
X ₅	0.156 (0.112)*	-0.101 (0.602)*
X ₆	0.019 (0.201)	-0.020 (0.530)
X ₇	0.000 (0.739)	0.000 (0.850)
X ₈	-0.286 (0.200)***	0.171 (0.426)
样本数	3 978	1 282
Adj-R ²	0.025	0.113
多重共线性	否	否
样本分组标准	托宾 Q ≥ 1	托宾 Q < 1

注:*为参数在10%的显著性水平下显著异于零,***为参数在1%的显著性水平下显著异于零;多重共线性为“否”表示回归的VIF值判定变量之间无显著多重共线性。下同。

在表5中,由两个样本组得到的回归模型R²值可知,模型二的拟合优良性高于模型一,而且模型二中企业价值(X₁)的相关系数绝对值较大,显著性较高,模型一中企业价值(X₁)的相关系数并未通过显著性检验。运用委托代理理论解释CEO变更与企业价值的关系对于企业价值水平较低的企业更具有合理性,H₁得到验证。企业价值水平较低的企业,由于企业价值变动导致CEO变更的可能性较高,在企业价值状况不佳时,股东的监管作用更能有效地体现出来;而企业价值水平较高的企业,CEO变更随企业价值变化的可能性相对较小,在企业价值状况较好时,CEO变更的影响因素可能更具有多样性,不

适合单纯的运用委托代理理论来解释。

同时,由两个模型的回归结果可知,控制变量中公司规模和上市年限对CEO是否变更的影响并不显著,相关系数很小,且参数未通过显著性检验;CEO年龄、是否本公司兼任和是否外公司兼任对CEO是否变更的影响较为显著,且参数通过显著性检验,但是在企业价值状况不同的情况下,是否外公司兼任对CEO变更的影响方向是不同的;企业价值水平较高时,是否民营企业对CEO是否变更的影响较为显著,且参数通过显著性检验,企业价值水平较低时参数未通过显著性检验;企业价值水平较低时,CEO任期对CEO是否变更的影响较为显著,且参数通过显著性检验,企业价值水平较高时参数未通过显著性检验。CEO任期和是否民营企业对CEO是否变更的影响与企业价值状况存在一定关系。在本研究中为CEO变更影响因素的选择提供了实证检验的证据,即公司规模和上市年限对CEO变更的影响没有得到证实;CEO年龄、CEO是否在本公司兼任和是否在外公司兼任对于CEO变更的影响得到了证实,而且由前文可知兼任情况在中国企业中具有一定普遍性,在未来对于CEO变更问题的相关研究中应该受到重视;CEO任期和是否民营企业对CEO变更的影响是否存在依赖于企业价值水平情况,对CEO变更的影响在此也得到了初步证实。

5.2 H₂的检验

H₂表明,民营企业由于其自身公司治理的不完善,股东依据企业价值变更CEO的可能性较低,因此推断民营企业的CEO变更与企业价值之间的相关性较低。为了检验这一假设,依据企业性质对样本进行分组检验,模型三检验民营企业样本组,模型四检验非民营企业样本组,两个模型都是以CEO是否变更为被解释变量、以企业价值变量托宾Q值为解释变量,同时控制其他变量,建立Logistic回归模型,即

$$Y_k = \ln \frac{P_k}{1 - P_k} = \beta_0 + \beta_1 X_{1k} + \beta_m X_{mk} + \varepsilon_k \quad (8)$$

$$P_k = \frac{1}{1 + \exp[-(\beta_0 + \beta_1 X_{1k} + \beta_m X_{mk} + \varepsilon_k)]} \quad (9)$$

$k = 3, 4; m = 2, \dots, 8$

其中,k=3表示模型三,k=4表示模型四。

检验结果见表6。在表6中,由两个样本组得到的回归模型R²值可知,模型四的拟合优良性高于模型三,而且模型三中企业价值变量的相关系数并未通过显著性检验,H₂得到验证。中国民营企业中,由于企业价值变动导致CEO变更的可能性较低,说明中国民营企业公司治理不够完善,委托代理机制并不完全适用,因此运用委托代理理论解释CEO变更与企业价值的关系对于非民营企业更具有合理性。

由两个模型的检验结果可知,控制变量中CEO任期、是否外公司兼任和公司规模对是否发生CEO变更的影响未得到证实,相关系数很小,且参数未通

过显著性检验;是否本公司兼任对 CEO 变更存在显著影响,相关系数较大,且参数通过显著性检验;在非民营企业样本组的回归过程中,CEO 年龄和上市年限两个变量对 CEO 变更的影响得到了证实。

表 6 H_2 的检验结果

Table 6 Test Results of Hypothesis 2 Test

解释变量	被解释变量: Y_k (CEO 是否变更)	
	模型三(Y_3)	模型四(Y_4)
常数项	-1.973 (0.000)***	-3.374 (0.000)***
X_1	-0.009 (0.394)	0.003 (0.529)*
X_2	0.093 (0.131)	0.002 (0.494)
X_3	0.001 (0.945)	0.022 (0.200)**
X_4	0.426 (0.800)**	0.776 (0.000)***
X_5	-0.043 (0.765)	0.167 (0.124)
X_6	0.005 (0.811)	0.027 (0.910)*
X_7	0.000 (0.474)	0.000 (0.657)
样本数	1 644	3 616
R^2	0.016	0.310
多重共线性	否	否
样本分组标准	民营企业	非民营企业

注:**为参数在5%的显著性水平下显著异于零。

5.3 结果分析

本研究的实证结果,一方面验证了本研究建立模型的假设,体现了企业价值状况和企业性质不同,在 CEO 变更研究中的重要作用;另一方面验证了委托代理理论在解释 CEO 变更这一问题时,由于其前提条件是要求企业公司治理机制完善,委托代理机制比较成熟,导致其在解释 CEO 变更问题时可能不具有普适性,对于企业价值状况较好的企业和中国民营企业的解释力较弱;同时验证了 CEO 在本公司和外公司管理层中兼任重要职位对 CEO 变更是否发生具有显著影响,CEO 任期、CEO 年龄和上市年限对 CEO 变更的影响与样本组本身的特征有关,而公司规模对 CEO 是否发生变更的影响并未得到证实;最

后从一个侧面验证了中国民营企业的公司治理尚有待完善,中国较高的 CEO 变更率和被迫变更率并不能体现较高的监管水平。

5.4 稳健性分析

为了保证实证结果更有说服力,本研究采用 CEO 变更前 1 年企业价值变化情况作为企业价值的代理变量,进行稳健性分析。CEO 变更前 1 年企业价值变化情况即 CEO 变更对应的每一期企业价值代理变量值减前一期企业价值代理变量值,该值大于 0 时说明 CEO 变更前 1 年企业价值处于增长趋势,该值小于 0 时说明 CEO 变更前 1 年企业价值处于下降趋势。用该值检验 H_1 和 H_2 。

根据本研究已有的样本数据,计算企业价值变化值,然后替代企业价值代理变量进行实证检验。检验结果表明,虽然相关系数值的大小和显著性都有所变化,但是整体趋势仍与前文的检验结果基本一致,以上两个研究假设得到验证。

6 结论

本研究针对委托代理理论解释 CEO 变更内在机理的两个前提假设,通过构建实证模型说明委托代理理论在解释 CEO 变更与企业价值之间关系时具有一定的局限性,即企业价值水平和企业性质均会影响委托代理理论对 CEO 变更与企业价值关系的解释力。通过分别对企业价值状况和企业性质不同的样本进行检验,得到如下结论。①企业价值水平较低的企业,根据企业价值变化变更 CEO 的可能性较大;而企业价值水平较高的企业,根据企业价值变化变更 CEO 的可能性则较小。②由于民营企业的公司治理不够完善,其基于企业价值变化变更 CEO 的可能性较小;而非民营企业公司治理水平较高,其基于企业价值变化变更 CEO 的可能性则较大。

本研究结论表明,CEO 变更与企业价值之间的关系在理论和实践层面都是复杂的,任何理论都有其应用的前提假设,单一的运用某种理论或者忽略其前提假设都很难对问题进行充分和准确的解释;选择支撑理论时一定要严格的考虑所选择的研究对象是否满足相关的前提假设,从而保证实证解释的正确性和适用性;而在实证研究中解释变量波动较大时要考虑对样本进行分组计量,从而保证实证结果的准确性。

参考文献:

- [1] Grusky O. Administrative succession in formal organizations [J]. Social Forces, 1960,39(2):105-115.
 - [2] Shleifer A, Vishny R W. A survey of corporate governance [J]. Journal of Finance, 1997,52(2):737-783.
 - [3] 李维安. 现代公司治理研究:资本结构、公司治理和国有企业股份制改造 [M]. 北京:中国人民大学出版社,2002:1-5.
- Li Weian. Modern corporate governance research;

- Capital structure, corporate governance and stockholding reform of state-owned enterprises [M]. Beijing: China Renmin University Press, 2002:1-5. (in Chinese)
- [4] Han S H, Lee S W, Yoo H J. CEO turnover and corporate governance: Evidence from Korea [EB/OL]. (2011-10-31) [2011-11-22]. <http://ssrn.com/abstract=1917106>.
- [5] Bushman R, Dai Z, Wang X. Risk and CEO turnover [J]. *Journal of Financial Economics*, 2010, 96(3): 381-398.
- [6] Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure [J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4):305-360.
- [7] Hillier D J, Linn S C, McColgan P. Equity issuance, CEO turnover and corporate governance [J]. *European Financial Management*, 2005, 11(4):515-538.
- [8] Huang W C, Yen G L. The impact of proxy contests on managerial turnover: A test of the job security hypothesis [J]. *Managerial and Decision Economics*, 1996, 17(6):551-558.
- [9] Kang M J, Kim Y H. Stock market liquidity and short-termism-driven CEO turnover [EB/OL]. (2011-08-22) [2011-11-22]. <http://ssrn.com/abstract=1914502>.
- [10] 冉敏, 都兰军. 衰退企业 CEO 变革的理论假说与实证检验 [J]. *管理学报*, 2009, 6(2): 222-227.
Ran Min, Du Lanjun. Assumption of CEO turnover in declining firms and its empirical tests [J]. *Chinese Journal of Management*, 2009, 6(2): 222-227. (in Chinese)
- [11] Tsai W H, Hung J H, Kuo Y C, Kuo L P. CEO tenure in Taiwanese family and nonfamily firms: An agency theory perspective [J]. *Family Business Review*, 2006, 19(1):11-28.
- [12] Cumming D, Hou W X, Lee E. Corporate fraud, CEO turnover, and state ownership in China [EB/OL]. (2011-07-08) [2011-11-22]. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1881960>.
- [13] Mella-Barral P, Perraudin W. Strategic debt service [J]. *The Journal of Finance*, 1997, 52(2):531-556.
- [14] 王华, 黄之俊. 经营者股权激励、董事会组成与企业价值: 基于内生性视角的经验分析 [J]. *管理世界*, 2006(9):101-116, 172.
Wang Hua, Huang Zhijun. Motivating managers by offering stock option, the composition on board of directors and enterprises' value: An empirical analysis based on the view of intrinsicness [J]. *Management World*, 2006(9):101-116, 172. (in Chinese)
- [15] 蒋荣, 刘星. 控制权私利、公司业绩与 CEO 变更: 兼评上市公司内部治理机制的效率 [J]. *财经研究*, 2010, 36(10):133-143.
Jiang Rong, Liu Xing. Private benefit of control, corporate performance and CEO turnover: Evaluation on the efficiency of internal governance mechanisms [J]. *Journal of Finance and Economics*, 2010, 36(10):133-143. (in Chinese)
- [16] 丁烈云, 刘荣英. 制度环境、股权性质与高管变更研究 [J]. *管理科学*, 2008, 21(6):47-57.
Ding Lieyun, Liu Rongying. Research on institutional condition, property right and management turnover [J]. *Journal of Management Science*, 2008, 21(6): 47-57. (in Chinese)
- [17] Feng Z L, Ghosh C, Sirmans C F. CEO involvement in director selection: Implications for REIT dividend policy [J]. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 2007, 35(4):385-410.
- [18] 周婷婷, 韩忠雪. 产品市场竞争与现金持有: 基于高管变更的调节效应 [J]. *管理科学*, 2010, 23(3):2-13.
Zhou Tingting, Han Zhongxue. Product market competition and corporate cash holdings based on moderating effect of management turnover [J]. *Journal of Management Science*, 2010, 23(3): 2-13. (in Chinese)
- [19] Wang Y H, Lin C T, Lin W R. The wealth effects of CEO turnover on Taiwanese listed electronic companies [J]. *Journal of Financial Economics*, 2007, 19(20):431-460.
- [20] Adams J C, Mansi S A. CEO turnover and bondholder wealth [J]. *Journal of Banking & Finance*, 2009, 33(3):522-533.
- [21] 欧湛颖. 中国上市公司高管变更与企业持续成长: 1999-2005 年经验数据分析 [J]. *学术研究*, 2008(9):56-64.
Ou Zhanying. Managers turnover of Chinese listed companies and sustainable growth of enterprises: Data analysis experience 1999-2005 [J]. *Academic Research*, 2008(9):56-64. (in Chinese)
- [22] 易丹辉. *数据分析与 Eviews 应用* [M]. 第二版. 北京: 中国人民大学出版社, 2008:330-343.
Yi Danhui. *Data analysis and application of Eviews* [M]. second edition. Beijing: China Renmin University Press, 2008:330-343. (in Chinese)
- [23] 丁守海. 股权改革的三阶段托宾 q 效应 [J]. *南开经济研究*, 2006(5):72-81.
Ding Shouhai. The Tobin- q effect of reformation of stock separation in different phases [J]. *Nankai Economic Studies*, 2006(5):72-81. (in Chinese)
- [24] 赵山, 黄运成. 托宾 Q 、增长机会与公司资本结

- 构关系的实证研究[J]. 哈尔滨工业大学学报: 社会科学版, 2006, 18(5): 93-97.
- Zhao Shan, Huang Yuncheng. Empirical study of the relationship among Tobin's Q , growth opportunities and capital structure [J]. Journal of Harbin Institute of Technology: Social Sciences Edition, 2006, 18(5): 93-97. (in Chinese)
- [25] 陈昕, 沈乐平. 民营企业公司治理机制及其发展趋势[J]. 商业研究, 2009(5): 100-102.
- Chen Xin, Shen Leping. Corporate governance mechanism and the development trend of private enterprises [J]. Commercial Research, 2009(5): 100-102. (in Chinese)
- [26] Jena M G. CEO turnover: A sign of recovery? [J/OL]. (2009-10-01) [2012-02-11]. Business week, 2009, 10. <http://blogs.businessweek.com/mt/mt-tb.cgi/15671.1387712851>.
- [27] Karlsson P O, Gary L N. Crisis management, Booz & Company CEO succession survey [J]. Strategy Business, 2009, 35(11): 2-18.
- [28] 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.
- [29] Lucier C, Steven W, Habbel R. CEO succession 2006: The era of the inclusive leader [J]. Strategy + Business, 2007, 29(5): 1-16.
- [30] 周建, 刘小元, 方刚. 基于中国上市公司的 CEO 更替与公司治理有效性研究 [J]. 管理学报, 2009, 6(7): 918-923.
- Zhou Jian, Liu Xiaoyuan, Fang Gang. Study on CEO turnover and the effectiveness of corporate governance: Evidence from China listed corporations [J]. Chinese Journal of Management, 2009, 6(7): 918-923. (in Chinese)
- [31] 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.
- Zhao Zhenyu, Yang Zhishu, Bai Chongen. The empirical study of the effect on the top management turnover in China's listed companies [J]. Journal of Financial Research, 2007(8): 76-89. (in Chinese)

Empirical Model of CEO Turnover and Enterprise Value

Wang Fusheng, Wang Sheyan

School of Management, Harbin Institute of Technology, Harbin 150001, China

Abstract: Based on principal-agent theory, CEO turnover is considered as a power from principal of declaring the binding mechanism with the form of contract termination when the proxy doesn't achieve the enterprises value expected by principal. To verify the explanatory capacity of principal-agent theory for the relationship between CEO turnover and enterprise value, based on the presuppositions of principal-agent theory, namely the establishment of the principal-agent relation and the enterprise value less than shareholders expectation, logistic model of CEO turnover and enterprise value is established. Using the sample data of Chinese listed companies from 2005 to 2009 which are divided into several groups based on CEO turnover. The study uses these data to test the logistic model in groups. The results show that: With higher levels of enterprise value, the expectations of shareholders to enterprise value are usually can be met, which leads to lower the probability of CEO turnover. Because of the low levels of corporate governance of private enterprises, the principal-agent relationship between CEO and shareholders is limited, the explanatory power of principal-agent theory to the relationship between CEO and enterprise value is reduced. Therefore, there are certain limitations of using principal-agent theory to explain the relationship between CEO turnover and enterprise value.

Keywords: principal-agent theory; CEO turnover; enterprise value; enterprise nature

Received Date: August 16th, 2011 **Accepted Date:** November 23rd, 2011

Funded Project: Supported by the National Natural Science Foundation of China(70972097)

Biography: Dr. Wang Fusheng, a Heilongjiang Fujin native(1964 -), graduated from Harbin Institute of Technology and is a professor and Ph. D. advisor in the School of Management at Harbin Institute of Technology. His research interests include corporate governance, corporate finance and capital operation, etc. E-mail: wangfushenghit@sohu.com

□