



# 多元化、公司业绩 与总经理变更

欧阳瑞

暨南大学 金融系, 广州 510632

**摘要:** 总经理变更是公司内部治理的重要手段, 其业绩敏感性受到多种因素的影响, 以2002年~2007年沪深两市702家A股上市公司的数据为样本, 探讨多元化经营对总经理变更绩效敏感性及其业绩改进效应的影响, 为公司经营模式对公司治理效率的影响提供经验证据, 利用传统的 Logistic 回归、边际效应分析以及面板数据随机效应回归对多元化和总经理变更的关系进行研究。实证结果表明, 多元化降低了总经理变更的业绩敏感性, 多元化公司总经理变更的概率与资产收益率代表的多元化公司业绩变化没有显著的关系, 即使在公司业绩下降的条件下, 股东替换总经理的动机也弱于集中化公司; 多元化公司总经理变更后的资产重组行为规模显著弱于集中化公司, 带来的业绩改进也小于集中化公司。

**关键词:** 多元化; 业绩; 总经理变更; 敏感性; 业绩改进

**中图分类号:** F270

**文献标识码:** A

**文章编号:** 1672-0334(2010)01-0044-08

## 1 引言

现代企业治理结构中所有权与经营权相分离引发了委托代理问题<sup>[1]</sup>, 有效监督总经理行为成为公司治理的首要目标。公司内部治理机制下, 董事会在对公司经营状况不满的条件下适时更换新的总经理, 以确保公司管理决策不偏离股东权益最大化的目标。在股东和总经理信息不对称的条件下, 公司经营业绩成为股东衡量总经理工作表现的直观的指标, 在业绩下降时更换总经理也成为公司内部治理的重要手段, 股东往往寄希望于通过重新选择和任命合适的总经理使公司业绩出现大的改观。

意识到面临被替代的风险, 公司总经理也会采取可能的措施巩固自己的地位, 多元化一直被管理学界视为有效的手段之一。通过多行业扩展公司业务, 总经理可以藉以提升自己人力资本价值, 降低自身被替换的概率。同时, 多元化经营使公司的管理架构更加复杂, 增加了股东准确评估公司业绩的难度, 从而可能降低总经理变更的业绩敏感性, 同时增加接任总经理提升公司业绩的难度。

既有研究中公司业绩与总经理变更概率之间存

在显著的负相关关系, 而总经理变更对业绩变动的敏感性也成为内部治理效率的体现<sup>[2,3]</sup>。但这种敏感性会受到多种内外部因素的影响, 董事会结构、公司信息环境和企业性质等公司特征因素会影响总经理变更的业绩敏感性, 从而影响股东监督行为的效率。多元化在公司治理理论中一直被视为委托代理问题的重要研究框架, 理应成为影响公司更换总经理的重要因素之一, 但基于多元化框架研究公司业绩变动与总经理变更概率的国外文献并不多见, 中国的研究更是空白, 本研究基于多元化框架对中国上市公司总经理变更与公司业绩变化的关系进行研究, 希望起到抛砖引玉的作用。

## 2 相关研究评述

公司总经理变更与业绩变化的关系一直是公司治理理论研究的基础问题之一, 作为衡量总经理表现的直观指标, 能否准确评估公司业绩表现从而及时更换不合格的总经理成为公司内部治理机制效率是否有效发挥的基本衡量指标。发端于美国市场的一系列研究发现<sup>[4,5,2,6,7]</sup>, 不论是以财务指标数据(包

收稿日期: 2009-09-09 修返日期: 2010-01-13

作者简介: 欧阳瑞(1978-), 男, 江西赣州人, 暨南大学金融系博士研究生, 研究方向: 公司治理和资本市场等。

E-mail: ouyangrui@126.com

括资产收益率、经营收入等)还是以股票市场表现数据(股票超额收益率等)衡量的公司业绩变化往往都是上市公司更换总经理的先行指标,即使业绩绝对表现尚可,但如果与股东期望存在较大偏离,也可能导致公司总经理被迫离职<sup>[8]</sup>。这一结论也得到其他发达市场(如Kang等对日本市场的研究<sup>[9]</sup>)和新兴市场(如龚玉池、朱红军和丁希炜等对中国市场的研究<sup>[3,10,11]</sup>)实证研究证据的支持,说明各国上市公司股东任命总经理的决策普遍存在不同程度的业绩敏感性,信息不对称条件下的公司内部治理机制的局限性决定了股东在评估总经理管理决策水平时对业绩变动这一指标的依赖性。

总经理变更的业绩敏感性来源于股东与总经理之间的信息不对称,自然受到信息不对称程度的影响,因此公司内外部可能影响内外部信息不对称程度的因素都会阻碍公司业绩变动对总经理选择的指示作用的有效发挥。既有研究主要关注公司内部治理机制结构与效率以及公司所处行业和市场环境两个层面的因素对业绩敏感性的影响。从公司治理机制层面看,Denis等发现总经理持股比例越高,以股票市场表现衡量的业绩敏感性越低<sup>[12]</sup>;Goyal等发现总经理和董事会主席由一人兼任会显著降低总经理变更的可能性<sup>[13]</sup>;Fith等对中国上市公司的研究发现,控股股东为法人机构能够提高总经理变更的业绩敏感性<sup>[14]</sup>;Linn等的研究发现,董事会中外部董事的比例越高,公司董事长和总经理职责划分越清晰,强制性总经理变更业绩敏感性越高<sup>[15]</sup>;蒋荣等以2000年~2004年中国上市公司总经理变更事件为样本研究上市公司内控机制的效率,发现总经理变更与公司业绩呈负相关,同时总经理变更与经理董事比例、第一大股东持股率显著负相关,业绩既定下经理董事比例的提高降低总经理变更对业绩的敏感性<sup>[16]</sup>;Eldenbarga等对美国上市公司的研究发现,董事会结构影响总经理变更的业绩敏感性,政府控制的公司敏感性低于非政府控制的公司<sup>[17]</sup>;Kato等对中国上市公司的研究发现,政府控制的公司和非国有股东控制力弱的公司的业绩敏感性较低,而更多的聘用外部独立董事则可以强化总经理变更与业绩变化的关系<sup>[18]</sup>;陈璇等基于政府控制权的类型研究国有控股公司业绩与总经理变更的关系,发现政府直接控制型公司总经理变更对业绩的敏感性显著低于政府间接控制型公司,政府间接控制型公司间不存在显著差异<sup>[19]</sup>。

从外部环境因素看,Parrino发现行业相似度高的公司总经理变更的业绩敏感性高于其他行业<sup>[20]</sup>;Huson等研究发现,公司所处市场兼并活动的活跃程度与总经理变更业绩敏感性负相关,兼并市场越发达,这种敏感性越强<sup>[21]</sup>;Wu研究市场公开评价对公司治理效率的影响,发现市场对董事会监督行为的关注程度越高总经理变更的业绩敏感性越高<sup>[22]</sup>;Jenter等对1993年~2001年1627次总经理变更的研究发现,行业和市场总体业绩影响总经理变更的业绩敏感

性,公司业绩中行业和市场业绩因子比重降低会提高强制性总经理变更的概率<sup>[23]</sup>;游家兴等研究信息透明度对总经理变更与公司业绩之间敏感程度的影响,实证结果表明,公司信息透明度越高总经理因业绩下降而被更换的可能性越大<sup>[24]</sup>。

综上所述,既有研究虽然角度各异,但基本脉络仍紧扣股东与经理人之间的信息传递渠道,信息传递渠道愈通畅,传递速度越快,不对称程度越低,总经理变更的绩效敏感性越强,而这种信息传递效应的契合点在于股东与总经理之间存在的委托代理困境。回归理论的本源,应当从委托代理角度出发对总经理变更的业绩敏感性展开研究。Coase指出,由于多元化的上市企业具有更复杂的组织结构,从而为研究总经理市场和组织结构与成本之间的关系提供了一个有利的平台<sup>[25]</sup>。多元化理论认为多元化决策从两个方面加深了股东与代理人之间的委托代理难题。首先,由于多元化对总经理的个人能力提出更高的要求,缩小了企业选择合格总经理的范围,增加了企业更换总经理的成本<sup>[26]</sup>,因此总经理更容易对多元化经营企业实施有效控制;其次,多元化使企业结构更加复杂,总经理可以掌握企业全部财务信息,而其他股东和外部投资者则只能掌握企业的部分现金流信息<sup>[27]</sup>,因而弱化了对总经理的监督力度。Shleifer等的研究还指出,多元化往往成为总经理强化自身地位、避免被变更的重要手段<sup>[26]</sup>。由此可见,多元化一方面影响股东对公司业绩的准确评估,另一方面影响股东对公司财务信息和管理现状信息的学习,如果多元化确实在一定程度上加深了公司的委托代理困境,则将进一步阻碍管理信息在股东和总经理之间的传递,进而降低总经理变更的业绩敏感性。基于此,本研究预期多元化将降低总经理变更的业绩敏感性和业绩改进效应。与本研究更为接近的是Berry等的研究,他们关注多元化对经理人市场的影响,认为多元化缩小了公司选择合格经理人的范围、增加了公司更换经理人的成本<sup>[28]</sup>。

### 3 研究设计

#### 3.1 样本数据来源

本研究样本包括中国股票市场2002年前上市的所有企业,剔除已退市的企业、近3年内性质为ST的企业和数据缺失的企业,最后整理得到包括702家、涉及72个行业的上市企业总共4212个样本观测值的面板数据作为实证检验的样本数据,其中多元化公司数据1704个,集中化公司数据2508个,样本期间为2002年~2007年。多元化状况由公开数据(<http://www.cnlist.com>)手工收集整理得到,企业财务数据来源于北京大学和色诺芬信息服务公司联合开发的上市企业财务数据库,总经理变更数据来源于国泰安数据库。

#### 3.2 变量选择

##### 3.2.1 多元化的衡量

为考察上市企业多元化经营状况,设置两个代理

变量。一是虚拟变量 *DIV*, 多元化公司取值为 1, 集中化公司取值为 0; 二是引入行业收入赫芬达尔指数 *HER*, 计算方法为

$$HER_{i,t} = 1 - \sum_{j=1}^{numseg} \left[ \frac{(segmentsales_{j,i,t})^2}{(companysales_{i,t})^2} \right] \quad (1)$$

其中,  $segmentsales_{j,i,t}$  为 *i* 公司在 *j* 行业的 *t* 年度经营收入,  $companysales_{i,t}$  为 *i* 公司 *t* 年总的营业收入, *numseg* 为公司经营涉及行业的数量。按照定义, 对集中化公司 *HER* 取值为 1, 对多元化公司 *HER* 取值越大, 多元化程度越低。在计算过程中, 参照 2001 年证监会颁布的《上市公司行业分类指引》对公司经营收入进行行业划分, 凡是经营范围涉及两个以上行业(单字母加 1 位数字编码)的公司视为多元化公司, 但对于其中单个行业收入占其收入的比重大于 90% 的公司仍视为集中化公司<sup>[29]</sup>。对于部分行业收入数据缺失的公司, 依据其产品的性质划分其收入的行业结构。

### 3.2.2 总经理变更

2002 年 ~ 2007 年样本公司共发生总经理变更事件 1 257 次, 本研究关注公司治理因素对总经理变更的影响, 先根据变更的原因进行必要的整理。剔除 148 个离任总经理任职时间不足一年的观测值, 离任总经理任职时间过短, 无法对公司的业绩产生太大影响; 其次剔除 78 个公告原因与公司治理行为没有直接关系的观测值, 包括 12 个公告原因为退休且离任总经理实际年龄在 60 岁以上的观测值, 8 个公告原因为控股权变动的观测值, 1 个变更原因为涉案的观测值, 27 个公告原因为健康原因的观测值, 30 个公告原因为个人原因的观测值; 另外剔除未公布变更原因的观测值 45 个, 余下的 986 个观测值作为研究样本。公布的变更原因最主要的是工作调动, 占比为 46.96%, 辞职占比 20.28%, 任届期满占比为 24.04%, 只有 4.16% 的总经理变更是因为董事会解聘造成

的。由于本研究考察多元化对公司总经理选择的影响, 其中既包括对强制性变更的影响, 也包括对自愿变更的影响, 因此对这两种性质的变更不再做区分。设置虚拟变量 *TURN* 作为总经理变更的代理变量, 如果样本年度公司总经理姓名发生变化取值为 1, 否则取值为 0。对变更原因的统计详见表 1。

表 1 总经理变更原因统计

Table 1 Summary of Reasons of CEO Turnover

变更原因	观测值数	占比(%)
工作调动	463	46.96
退休	6	0.61
任届期满	237	24.04
辞职	200	20.28
解聘	41	4.16
完善法人治理结构	17	1.72
结束代理	7	0.71
其他原因	15	1.52

### 3.2.3 公司业绩

为保证回归结果的稳健性, 本研究从公司财务指标表现和股票市场表现两个方面衡量公司业绩。财务指标选取资产收益率(*ROA*)反映公司的赢利能力, 股票市场表现用股票收益率的年度平均值(*RETURN*)反映市场对公司经营状况和发展潜力的评估, 计算方法见表 2。

表 2 多元化公司与集中化公司特征对比

Table 2 Summary Statistics of Firm Characteristics Partitioned by Diversified and Focused

变量名称	变量定义	多元化公司	集中化公司	ANOVA 检验 ( <i>prob</i> >   <i>F</i>  )	Wilcoxon 检验 ( <i>prob</i> >   <i>z</i>  )
1- <i>HER</i>	多元化变量, 集中化公司取值为 0	0.421	0	0.000	0.000
<i>LNASSET</i>	公司规模, 计算方法为年末总资产的自然对数(亿元)	41.892	27.584	0.000	0.004
<i>ROA</i>	资产收益率 = $\frac{\text{净利润}}{\text{总资产}}$	1.231	2.356	0.015	0.000
<i>RETURN</i>	股票收益率, 计算方法为日收益率的年度平均值	0.031	0.055	0.020	0.063
<i>AGE</i>	高管平均年龄	45.671	45.823	0.134	0.081
<i>SALARY</i>	高管薪酬(万元)	1 272	1 018	0.654	0.074

注: 表中数字为多元化公司和集中化公司资产收益率、股票收益率和总资产的均值, 第 3 列和第 4 列分别给出各变量的均值, 第 5 列和第 6 列分别是 ANOVA 检验和 Wilcoxon 检验的 *p* 值。



## 4 实证结果和分析

### 4.1 单因素分析

首先进行多元化公司和集中化公司特征与总经理变更情况的统计性描述。表2给出相关特征变量的样本对比分析结果,其中资产收益率、股票收益率和总资产(公司规模)取值均为样本期年末数据,高管年龄为公司高管人员平均年龄,高管薪酬用前3位高管总年薪(包含津贴)的平均值度量。

从公司特征看,多元化公司的总资产显著大于集中化公司,多元化公司的平均总资产为41.892亿元,高于集中化公司的平均值27.584亿元。但多元化公司的资产收益率低于集中化公司,两类公司的资产收益率平均值分别为1.231和2.356。多元化公司的股票收益率平均值为3.1%,低于集中化公司的5.5%,说明两类公司经营特征存在显著的差异。但从两类公司高管特征看,高管年龄和薪酬差异并不显著,尽管Wilcoxon检验显著,但ANOVA检验并不显著,说明两类公司在选择总经理人选时年龄并不是决定因素,且多元化公司总经理薪酬并不显著高于集中化公司,薪酬不成为多元化公司更换总经理的成本。

进一步对两类公司总经理变更的情况进行统计分析,分析结果见表3。2002年~2007年样本公司总共更换总经理986次,其中继任者来自公司内部有582次(占59.03%),来自公司外部的有404次(占40.97%)。总的变更比率为23.4% ( $\frac{986}{4212} \times 100\%$ ),这一比例高于国外类似研究的结果。Parrino的研究中这一比例为12.2%<sup>[20]</sup>,Huson等的研究中为10.5%<sup>[6]</sup>,Berry等的研究则为10.7%<sup>[28]</sup>。说明样本期内中国上市公司总经理变更较为频繁,总经理变更在某种程度上来说是公司治理的重要手段之一。

从变更次数看,多元化公司更换总经理的次数显著少于集中化公司,二者的差异在1%显著性水平下统计显著。从继任者来源看,在多元化公司中,继任总经理来自公司外部的有172次,占比为43.11%,这一比例高于集中化公司(39.52%),这一差异在1%

的显著性水平下统计显著,说明多元化公司内部的总经理替换人选较少,更多倾向于从外部市场挑选合适人选。初步的统计证据表明,多元化公司和集中化公司的总经理变更存在显著的差别。

### 4.2 多元化与总经理变更业绩敏感性多因素分析

#### 4.2.1 Logistic 回归分析

为进一步考察多元化对总经理变更业绩敏感性的影响,与既有研究一致,首先对总经理变更与多元化变量以及业绩变量的关系进行Logistic回归检验。回归的被解释变量是总经理变更虚拟变量TURN,当上市企业在相应的年度发生总经理变更时取值为1,否则取值为0。出于稳健性考虑,设置两个变量作为多元化的代理变量,一是反映多元化的虚拟变量DIV,如果公司在两个以上的行业开展经营活动取值为1,否则取值为0;另一个是赫芬达尔指数HER,计算方法见(1)式。

如前所述,既有相关研究已证明资产收益率和年度股票收益率都对总经理变更有直接影响,本研究也同时从这两个方面考察公司业绩的变化,公司业绩的取值为变更事件发生前一年年末值。

此外,在回归中加入多元化与资产收益率的交互项( $\frac{DIV}{HER} \cdot ROA$ )和多元化与股票收益率的交互项( $\frac{DIV}{HER} \cdot RETURN$ ),以考察多元化对业绩敏感性的影响。关于公司特征和高管特征,本研究控制高管平均年龄和公司规模的影响,回归模型为

$$\ln \frac{P_{i,t}^{TURN}}{1 - P_{i,t}^{TURN}} = \alpha_0 + \beta_0 ROA_{i,t} + \beta_1 RETURN_{i,t} + \beta_2 \frac{DIV_{i,t}}{HER_{i,t}} \cdot ROA_{i,t} + \beta_3 \frac{DIV_{i,t}}{HER_{i,t}} \cdot RETURN_{i,t} + \beta_4 \frac{DIV}{HER} + \beta_5 AGE + \beta_6 LNASSET + \delta_{i,t} \quad (2)$$

其中, $P_{i,t}^{TURN}$ 为总经理变更的概率, $\alpha_0$ 为常数项, $\beta_0 \sim \beta_6$ 为各变量的回归系数, $\delta_{i,t}$ 为回归残差项。

表3 多元化公司和集中化公司总经理变更情况  
Table 3 CEO Turnover Type Portioned by Focused and Diversified Firms

变更类别	总样本	多元化公司	集中化公司	Wilcoxon 检验
继任者来自内部	582(59.03%)	227(56.89%)	355(60.48%)	-5.306(0.001)
继任者来自外部	404(40.97%)	172(43.11%)	232(39.52%)	-2.985(0.002)
变更总数	986(100%)	399(100%)	587(100%)	-5.987(0.001)
总占比	23.4%	23.4%	23.4%	

注:括号内数字的百分比是与各样本变更总数的比较结果,总样本的变更总数为986,其中变更公司是多元化公司的为399,是集中化公司的为587。第5列是两类两个类别总经理变更事件分布差异的Wilcoxon秩符号检验的Z值,括号内为显著性p值。

表4给出业绩敏感性检验的结果,回归1多元化的代理变量为虚拟变量 $DIV$ ,在公司多元化经营时取值为1,回归2多元化的代理变量为赫芬达尔指数 $HER$ 。两个回归中,多元化变量都不显著,说明在其他条件相同的条件下,多元化公司与集中化公司总经理变更的可能性并没有显著的差别。尽管理论上说多元化公司更换总经理的成本较高,但其概率并不显著低于集中化公司。股票收益率的系数不显著,说明对中国上市公司来说,股票市场表现不是考察总经理业绩表现的主要指标;资产收益率与多元化变量的交叉项显著异于零(5%的显著性水平下),说明资产收益率对多元化公司和集中化公司有不同的影响。对集中化公司来说,资产收益率与总经理变更的可能性显著成反比(两个回归中 $ROA$ 的系数均显著为负),说明公司业绩越差,总经理变更的可能性越大。对多元化公司来说,公司业绩对总经理变

表4 多元化与总经理变更  
业绩敏感性 Logistic 回归结果  
Table 4 Logistic Regression Estimating  
the Performance Sensitivity of CEO Turnover

自变量	回归1	回归2
$ROA$	-1.452*** (0.555)	-1.550*** (0.529)
$RETURN$	-0.014 (0.078)	-0.015 (0.075)
$\frac{DIV}{HER}$	-0.035 (0.077)	-0.032 (0.161)
$\frac{DIV}{HER} \cdot ROA$	1.489** (0.624)	3.623** (0.153)
$\frac{DIV}{HER} \cdot RETURN$	-0.065 (0.042)	-0.169 (0.287)
$AGE$	-0.074*** (0.012)	-0.074*** (0.012)
$LNASSET$	-0.006 (0.042)	-0.006 (0.042)
截距项	2.256*** (0.525)	2.244*** (0.524)
$\chi^2$ 检验: $\beta_0 + \beta_2 = 0$	0.020 ( $p = 0.899$ )	1.480 ( $p = 0.224$ )
$\chi^2$ 检验: $\beta_1 + \beta_3 = 0$	0.210 ( $p = 0.644$ )	0.310 ( $p = 0.578$ )
观测值数	4 212	4 212
拟合优度	0.013	0.013

注:括号内数字为 Huber-White 稳健标准差;\*\*为在5%的显著性水平下统计显著,\*\*\*为在1%的显著性水平下统计显著,下同。

更概率的影响是 $ROA$ 及多元化与资产收益率交叉项系数的和( $\beta_0 + \beta_2$ ),回归1中资产收益率和交叉项系数的 $\chi^2$ 检验值为0.020, $p$ 值为0.899,不能拒绝资产收益率对多元化公司总经理变更的可能性没有显著影响的零假设,说明多元化公司总经理变更的可能性与公司业绩无关。当多元化变量为赫芬达尔指数、业绩变量为股票收益率时检验结果也是一致的。

#### 4.2.2 边际效应分析

Logistic 回归是研究总经理变更经常采用的方法,采用回归模型的被解释变量为经 Logistic 转换后的变更虚拟变量,如回归模型(2)式所示。同时利用虚拟变量代表不同类型的公司(多元化与集中化、高信息透明度与低信息透明度),并将虚拟变量作为主要的解释变量,检验相应的公司特征变量对总经理变更概率的影响,国内已有研究均采用这一方法研究公司特征对总经理变更概率的影响<sup>[19,24]</sup>。但 Norton 和 Powers 指出,由于被解释变量进行了相应的转换,因此这一检验方法实际上无法直接衡量特征变量对变更概率的影响,Norton 认为应称之为变更的可能性(变更的可能性 =  $\frac{\text{变更概率}}{1 - \text{变更概率}}$ ),且对实际运用

而言,由此得出的回归系数也缺乏明确的经济含义<sup>[30,31]</sup>。要准确考察特征变量(本研究是多元化变量)对总经理变更概率的影响,更稳健的方法是计算相应特征变量对总经理变更的边际效应,且由于边际效应大小具有较为明确的经济含义,在实证结果的解释上也较为准确。

鉴于此,作为稳健性检验,本研究将考察多元化公司和集中化公司的业绩变化对总经理变更概率的边际效应。在计算边际效应时借鉴 Powers 的计算方法<sup>[31]</sup>,除多元化变量外其他变量取其样本均值,并用 Delta 方法<sup>[32]</sup>计算其渐进标准差进行显著性 $\chi^2$ 检验。

表5给出多元化公司和集中化公司的公司业绩对总经理变更概率的边际效应分析结果,在计算资产收益率的边际效应时其他解释变量均取其均值。第1列中多元化代理变量为虚拟变量 $DIV$ ,多元化公司取值为1,第2列中多元化代理变量为 $HER$ 。表5的上半部分用 $ROA$ 作为公司业绩的代理变量,下半部分用 $RETURN$ 作为公司业绩的代理变量。表5给出边际效应的系数值,括号内数据为系数显著性 $p$ 值,标准差的计算方法借鉴 Delta 方法<sup>[32]</sup>,同时利用 $\chi^2$ 统计量检验两类公司业绩变量的边际效应是否有显著差异。

从检验结果看,多元化公司业绩变量的边际效应不显著,说明多元化公司总经理变更概率对经营业绩并不敏感。对集中化公司来说,以资产收益率衡量的公司业绩对总经理变更概率有显著的负向影响,且两类公司业绩的边际效应存在显著差异。当多元化代理变量为虚拟变量 $DIV$ 、业绩变量为资产收益率时,公司业绩对集中化公司总经理变更的边际效应为-0.003,且在1%的显著性水平下统计显著,

而多元化公司的业绩边际效应为-0.002,但统计上并不显著,两类公司业绩边际效应差异的 $\chi^2$ 检验值为-0.001,在5%的显著性水平下统计显著。在其他条件下,检验结果也是一致的。边际效应的结果进一步证实了 Logistic 回归的结果,说明多元化降低公司总经理变更的业绩敏感性。

此外,以股票收益率衡量的公司业绩的边际效应对两类公司都不显著,也进一步证实表4的回归结果,对中国上市公司而言股票市场表现不是考察总经理经营表现的主要指标。

**表5 公司业绩对总经理变更概率边际效应分析**  
Table 5 Marginal Effect Analysis  
of Performance on Probability of CEO Turnover

	多元化代理 变量为 <i>DIV</i>	多元化代理 变量为 <i>HER</i>
公司业绩代理变量为资产收益率( <i>ROA</i> )		
集中化公司	-0.003*** (0.005)	-0.163*** (0.000)
多元化公司	-0.002 (0.973)	-0.002 (0.108)
两类公司差异	-0.001** (0.011)	-0.152*** (0.000)
公司业绩代理变量为股票收益率( <i>RETURN</i> )		
集中化公司	-0.002 (0.865)	-0.166 (0.126)
多元化公司	-0.007 (-0.703)	-0.004 (0.697)
两类公司差异	0.005*** (0.004)	-0.162** (0.011)

#### 4.2.3 多元化与总经理变更后业绩变化

多元化对公司总经理的能力提出了更高的要求,一定程度上降低了公司选择合适的替代人选的范围,尤其是在中国职业总经理市场尚不发达的条件下,多元化公司通过更换总经理提高公司业绩的成本高于集中化公司,因此总经理变更带来的业绩改进效应也应在一定程度上小于集中化公司。此外,对于总经理变更业绩敏感性的实证检验也说明,多元化在一定程度上降低公司总经理变更的业绩敏感性,由此可以推论多元化公司总经理变更的业绩改进作用应该小于集中化公司。为验证上述推论,对总经理变更前业绩变动与多元化变量进行回归检验,经营业绩的计算方法为年末经营利润除以总资产。为控制公司更换经理人可能的资产重组对业绩的影响,加入变更前后的公司规模变化(*CHANGE*)作为控制变量,计算方法为变更后一年末总资产的

自然对数值减去变更前一年末总资产的自然对数值。为控制经营持续性的影响,加入变更前两年的总资产的自然对数值作为控制变量。另外,加入多元化变量( $\frac{DIV}{HER}$ )、多元化与规模变化的交叉项( $\frac{DIV}{HER} \cdot CHANGE$ )以及多元化与变更变量的交叉项( $\frac{DIV}{HER} \cdot TURN$ ),以考察多元化对总经理变更前后业绩变化的影响。

由于样本数据为面板数据,因此先进行 Hausman 检验, $\chi^2$ 值为30.445,*p*值为0.001,拒绝使用固定效应方法的零假设,因此用随机效应方法拟合模型,回归结果见表6,回归1多元化的代理变量为虚拟变量 *DIV*,在公司多元化经营时取值为1,集中化经营公司取值为0,回归2多元化的代理变量为赫芬达尔指数 *HER*。两个回归中,多元化变量的系数均显著为负,说明在公司资产不变的条件下多元化公司总经理变更的业绩改进小于集中化公司。多元化与公司规模变化的交叉项系数为7.368,在1%的显著性水平下统计显著,*p*值为0.001,说明多元化公司总经理变更后的资产重组行为规模小于集中化公司。

**表6 多元化与总经理变更后  
业绩变化随机效应回归结果**  
Table 6 Random Effects Regression  
of Performance Change Following CEO Turnover

自变量	回归1	回归2
$\frac{DIV}{HER}$	-1.461** (0.734)	-4.821*** (1.497)
<i>LNASSET</i>	-0.005 (0.004)	-0.005 (0.004)
<i>CHANGE</i>	-0.258 (1.022)	-1.259 (0.955)
$\frac{DIV}{HER} \cdot CHANGE$	7.368*** (1.566)	24.396*** (3.319)
$\frac{DIV}{HER} \cdot TURN$	0.623 (1.101)	1.858 (2.399)
截距项	1.469*** (0.474)	1.735*** (0.447)
观测值数	4 212	4 212
拟合优度	0.011	0.019

注:表中数字为各自变量的回归系数,括号内的数字为 Huber-White 稳健标准差。

## 5 结论

本研究以2002年~2007年沪深两市上市公司数据为样本,研究多元化对总经理变更的影响。实证

结果表明,多元化降低了总经理变更的业绩敏感性,多元化公司总经理变更的概率与用资产收益率衡量的公司业绩变化没有显著的关系,说明由于多元化缩小了公司选择能力匹配的总经理的范围,同时由于多元化公司经营结构的复杂性弱化了股东监督的力度,提高了总经理变更的成本,即使在公司业绩下降的条件下,股东替换总经理的动机也弱于集中化公司。同时与多元化理论的预期一致,多元化公司总经理变更后的资产重组行为规模显著弱于集中化公司,带来的业绩改进也小于集中化公司,说明多元化一定程度上强化了现任总经理的经营地位,使其能够对公司经营施加更多的个人影响,从而为继任总经理的工作增加难度,在较短的时间内继任总经理难以实现公司经营业绩的大幅提高。同时,职业总经理市场的不发达也使公司找到能力高的总经理的成本大大提高,这也是多元化公司业绩改进效果小于集中化公司的原因之一。

#### 参考文献:

- [1] 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.
- [2] Denis D J, Denis D K. Performance Changes Following Top Management Dismissals [J]. *The Journal of Finance*, 1995, 50(4):1029-1057.
- [3] 龚玉池. 企业业绩与高层更换 [J]. *经济研究*, 2001(10):75-82.  
Gong Y C. Firm Performance and Top Management Turnover [J]. *Economics Research*, 2001(10):75-82. (in Chinese)
- [4] Coughlan A T, Schmidt R M. Executive Compensation, Management Turnover, and Firm Performance: An Empirical Investigation [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 1985, 7(1-3):43-66.
- [5] Warner J B, Watts R L, Wruck K H. Stock Prices and Top Management Changes [J]. *Journal of Financial Economics*, 1988, 20(1-2):461-492.
- [6] Huson M R, Parrino R, Starks L. Internal Monitoring Mechanisms and CEO Turnover: A Longterm Perspective [J]. *The Journal of Finance*, 2001, 56(6):2265-2297.
- [7] Kaplan S N, Minton B A. How Has CEO Turnover Changed? Increasingly Performance Sensitive Boards and Increasingly Uneasy CEOs [R]. NBER Working Paper, 2006.
- [8] Farrell K, Whidbee D A. The Impact of Firm Performance Expectations on CEO Turnover and Replacement Decisions [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2003, 36(1-3):165-196.
- [9] Kang J K, Shivdasani A. Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan [J]. *Journal of Financial Economics*, 1995, 38(1):29-58.
- [10] 朱红军. 我国上市企业高管更换的现状分析 [J]. *管理世界*, 2002(5):126-131.  
Zhu H J. An Analysis of Top Management Turnover of Chinese List Corporation [J]. *Management World*, 2002(5):126-131. (in Chinese)
- [11] 丁希炜, 周中胜. 公司高管人员更换的影响因素——基于上市公司的实证分析 [J]. *山西财经大学学报*, 2008, 30(8):70-76.  
Ding X W, Zhou Z S. Analysis of Factors Affecting Top Executive Turnover of Chinese Listed Companies——Empirical Analysis Based on Listed Companies [J]. *Journal of Shanxi Finance and Economics University*, 2008, 30(8):70-76. (in Chinese)
- [12] Denis D J, Denis D K, Sarin A. Ownership Structure and Top Executive Turnover [J]. *Journal of Financial Economics*, 1997, 45(2):193-221.
- [13] Goyal V K, Park C W. Board Leadership Structure and Chief Executive Turnover [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2002, 8(1):49-66.
- [14] Firth M, Fung P M Y, Rui O M. Firm Performance, Governance Structure, and Top Management Turnover in a Transitional Economy [J]. *Journal of Management Studies*, 2006, 43(6):1289-1330.
- [15] Linn S C, Hillier D J, McColgan Patrick M L. Equity Issuance, Corporate Governance Reform and CEO Turnover in the UK [R]. University of Aberdeen Working Paper, 2004.
- [16] 蒋荣, 刘星. 上市公司内控机制的效率评价: 公司业绩与总经理变更视角 [J]. *软科学*, 2008, 22(2):128-133.  
Jiang R, Liu X. Evaluation on Efficiency of the Internal Control Mechanisms in Listed Company: A Point of View from Corporate Performance and CEO Turnover [J]. *Soft Science*, 2008, 22(2):128-133. (in Chinese)
- [17] Eldenburg L, Hermalin B E, Weisbach M S, Wosinskae M. Governance, Performance Objectives and Organizational Form: Evidence from Hospitals [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2004, 10(4):527-548.
- [18] Kato T, Long C. CEO Turnover, Firm Performance, and Enterprise Reform in China: Evidence from Micro Data [J]. *Journal of Comparative Economics*, 2006, 34(4):796-817.
- [19] 陈璇, 淳伟德. 大股东对公司高层更换影响的实证分析 [J]. *软科学*, 2006, 20(2):134-139.  
Chen X, Chun W D. The Influence of Large Shareholder on CEO Executive: Evidence from China's Listed Companies [J]. *Soft Science*, 2006, 20(2):134-139. (in Chinese)
- [20] Parrino R. CEO Turnover and Outside Succession: A



- Cross-Sectional Analysis [ J ]. *Journal of Financial Economics*, 1997, 46(2):165-197.
- [21] Huson M R, Malatesta P H, Parrino R. Managerial Succession and Firm Performance [ J ]. *Journal of Financial Economics*, 2004, 74(2):237-275.
- [22] Wu Y L. The Impact of Public Opinion on Board Structure Changes, Director Career Progression, and CEO Turnover: Evidence from CalPERS' Corporate Governance Program [ J ]. *Journal of Corporate Finance*, 2004, 10(1):199-227.
- [23] Jenter D, Kanaan F. CEO Turnover and Relative Performance Evaluation [ R ]. MIT Sloan Research Paper, 2008.
- [24] 游家兴, 李斌. 信息透明度与企业治理效率——来自中国上市企业总经理变更的经验证据 [ J ]. *南开管理评论*, 2007, 10(4):73-79.  
You J X, Li B. Information Transparency and the Efficiency of Corporate Governance——Evidence from CEO Turnover in China's Listed Companies [ J ]. *Nankai Business Review*, 2007, 10(4):73-79. (in Chinese)
- [25] Coase R H. The Nature of the Firm [ J ]. *Economica*, 1937, 4(16):386-405.
- [26] Shleifer A, Vishny R W. Management Entrenchment [ J ]. *Journal of Financial Economics*, 1989, 25(1):123-139.
- [27] Nanda V, Narayanan M P. Disentangling Value: Financing Needs, Firm Scope, and Divestitures [ J ]. *Journal of Financial Intermediation*, 1999, 8(3):174-204.
- [28] Berry T K, Bizjak J M, Lemmon M L, Naveen L. Organizational Complexity and CEO Labor Markets: Evidence from Diversified Firms [ J ]. *Journal of Corporate Finance*, 2006, 12(4):797-817.
- [29] Lin C, Su D. Industrial Diversification, Partial Privatization and Firm Valuation: Evidence from Publicly Listed Firms in China [ J ]. *Journal of Finance*, 2008, 14(4):405-417.
- [30] Ai C, Norton E. Interaction Terms in Logit and Probit Models: An Application to the Management Turnover Literature [ J ]. *Journal of Corporate Finance*, 2005, 11(3):504-522.
- [31] Powers E A. Interpreting Logit Regressions with Interaction Terms: An Application to the Management Turnover Literature [ J ]. *Journal of Corporate Finance*, 2005, 11(3):504-522.
- [32] Greene W H. *Econometric Analysis* [ M ]. Saddle River: Prentice Hall, 1997:674-675.

## Diversification, Firm Performance and CEO Turnover

OUYANG Rui

Department of Finance, Jinan University, Guangzhou 510632, China

**Abstract:** The forced turnover of CEO at right time is an important part of the internal governance mechanism. The sensitivity to firm performance of CEO turnover will be influenced by many factors. Based on the sample consisting of 702 listed company both on the Shenzhen and Shanghai stock exchange from 2002 to 2007, analyze the effects of diversification on the sensitivity to the firm performance and performance improvement of CEO turnover. The relationship between diversification and CEO turnover is analyzed with Logistic regression, Marginal effects analysis and Random effects analysis of panel data. The results of empirical test show that diversification lower the sensitivity to performance of CEO turnover, the probability of turnover is unrelated to performance proxy by ROA for diversification firms, the intension to change the CEO is weaker even when performance of the firm is declining; the restructure following the turnover is weaker in diversification firms than focused firms and the improvement of performance is also not distinctive.

**Keywords:** diversification; performance; CEO turnover; sensitivity; performance improvement

**Received Date:** September 9<sup>th</sup>, 2009    **Accepted Date:** January 13<sup>th</sup>, 2010

**Biography:** OUYANG Rui, a Jiangxi Ganzhou native(1978 - ), is a Ph. D. candidate in the Department of Finance at Jinan University. His research interests include corporation government and capital market, etc. E-mail: ouyangrui@126.com    □