

高管变更与非效率投资的相关性研究

——基于我国 A 股上市公司数据

张巧良,刘欣佳

(兰州理工大学 经济管理学院, 甘肃 兰州 730050)

[摘要]采用沪深两市 A 股上市公司 2006 年至 2012 年数据,区分过度投资和投资不足两类样本公司,就高管变更因素对公司投资效率的影响进行分析,结果显示:高管变更导致公司投资效率下降;高管非常规变更与公司投资效率存在负相关关系;在过度投资的样本中,随着总经理任职期限的延长,公司的过度投资现象变得更严重;高管人员内部继任与公司的投资效率呈显著的负相关关系;董事长与总经理两职合一可提高公司的投资效率。

[关键词]高管变更;投资效率;非效率投资;公司治理;投资决策;公司价值;上市公司;公司业绩;信息披露

[中图分类号]F275 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1672-8750(2014)04-0049-11

一、引言

投资活动是企业财务活动的核心,公司的投资决策在很大程度上受到以董事长、总经理为核心的高管人员的影响。投资活动是否有效直接影响企业价值高低。由于现代公司制企业中所有权与经营权的分离,企业的高管人员为了谋求私利通常会做出有损于股东利益乃至企业长远利益的投资决策,这会对企业的成长造成严重的损害,公司治理问题日益成为人们关注的核心问题。近些年来我国上市公司高管变更事件频繁发生,高管变更是否会如预期一样,改善上市公司的投资效率并提升企业价值呢?本文试图通过实证分析寻找这一问题的答案。同时,高管变更的各内部治理因素,如高管变更类型、变更原因、离职高管的任职期限、继任高管的来源以及董事长总经理两职合一等因素与投资效率之间的相关关系也将是本文研究的重点。本文希望在完善我国上市公司高管人员的选聘标准、改善公司非效率投资行为、提升企业价值方面提供一定借鉴。

二、文献综述

国内外学者对于高管变更的研究成果很多。在高管变更与公司业绩的研究方面,部分学者发现公司的业绩表现与高管变更之间呈现出一定的负相关关系,即公司业绩表现不佳时高管人员被更换的概率会显著增加^[1]。由于 CEO 对公司的业绩政策会产生直接的、可测量的影响,因此在高管发生变更之后,公司的业绩将发生显著的变化^[2]。Huson 也认为 CEO 变更与随后的公司绩效的改变是相关的,因为投资者认为高管变更公告是绩效会有所提高的好预兆^[3]。在高管变更与董事会特征的关系方面,学者们普遍关注的是董事长与总经理两职合一情况、董事会规模以及董事会的独立性^[4]。董事长总经理两职合一、董事会规模较大时,董事会对不称职高管的约束力较小,高管发生变更的概

[收稿日期]2014-02-26

[作者简介]张巧良(1968—),女,山西襄汾人,兰州理工大学经济管理学院教授,硕士生导师,主要研究方向公司理财与内部控制;刘欣佳(1989—),女,山东烟台人,兰州理工大学经济管理学院硕士生,主要研究方向为公司理财与会计控制。

率将会下降。而随着独立董事比例的增加,上市公司的内部治理水平将会得到相应的改善,高管人员由于业绩不佳被更换的可能性增加。制度环境的完善程度对高管变更也存在一定的影响,在那些外部制度环境较差的地区,上市公司的内部治理水平也相对较低,不称职的高管发生变更的可能性也会相应下降^[5-6]。对于高管变更与盈余管理的关系,相关学者研究发现,高管人员的变更尤其是非规范变更会导致高管人员进行负向盈余管理行为的可能性显著提高^[7]。

在投资效率的研究方面,国内外学者主要关注公司治理特征、负债规模以及会计信息质量对投资效率的影响。公司治理水平的提高会使内部信息传递机制得到完善,进而减少信息不对称问题,降低代理成本,提高投资效率^[8-9]。李培功的研究发现非国有企业的过度投资与CEO的任期无关,而国有企业CEO的任期越长,过度投资问题越严重^[10]。引入负债可以间接地提高经理的持股比例,使经理人员的目标与股东的目标趋于一致,同时负债的固定偿还机制可以减少经理人员手中的自由现金流,因而一定规模的负债对公司的过度投资行为能起到有效的制约作用^[11]。曾春华对财务杠杆抑制企业过度投资治理效应进行深入研究发现,财务杠杆对企业过度投资行为起到抑制作用的同时,对企业的绩效也会起到正面的影响,但企业多元化经营却会对财务杠杆的积极影响起到一定的削弱作用^[12]。对于会计信息质量与投资效率的关系,在投资不足的企业中,高质量的财务报告能够缓和融资约束和代理冲突等问题,因而能有效地改善投资不足的现象^[13]。张纯、吕伟等人认为,在过度投资的企业中,信息披露水平的提高和信息中介的发展将缓解企业的信息不对称的问题,进而提高企业的投资效率,抑制过度投资行为的发生^[14-15]。

从已有的研究来看,目前只有少数学者从投资效率和企业产权的角度考察高管变更的影响因素及相应的经济后果,而对高管变更与投资效率的研究甚少,因此本文将对高管变更与投资效率的关系进行深入研究,以填补高管变更以及投资效率研究领域的空白,并进一步推进公司治理方面的研究。

三、理论分析及假设提出

(一) 理论基础

高管变更属于公司治理结构的变化,投资效率关乎公司价值,而信息不对称理论、委托代理理论、公司治理理论、企业契约理论为我们深入解释高管变更与投资效率的关系提供了理论工具。

依据委托代理理论,在股东和管理层之间的委托代理关系中,股东是出资人,同时也是委托人,而经理则是代理人。其中,经理的目标是实现自身利益最大化,而股东的目标则是实现股东财富最大化,所以目标的不一致产生了相应的委托代理问题,委托代理问题的存在自然使投资效率受到相应的影响^[11]。由于信息不对称的存在,股东并不能对经理人的投资行为进行有效的监督,而经理人为了追求自身利益最大化,会出现为构建“企业帝国”而产生的过度投资问题,还会出现为了规避风险放弃净现值为正的投资项目而产生的投资不足的问题,这些非效率投资的行为都是不符合股东财富最大化的目标的,因此必将对股东的利益造成一定的损害。而债权人将资金借给公司使用,他们所希望的是企业投资于风险比较小的投资项目,从而使其稳定的利息收入获得保障。而股东的投资动机恰好与债权人相反,因为股东承担的责任是有限的,所以他们更倾向于投资于风险较大的投资项目,甚至进行过度投资。投资一旦成功,股东将获得额外的全部收益;假设投资失败,相应的损失则是由债权人来承担。因此,在内部治理中如何缓解委托代理问题、提高公司的投资效率就成为公司治理领域大家关注的核心问题。

从信息不对称角度来看,作为资产所有者的股东实际上并不参与公司日常的经营管理活动,而是委托经理人来管理相关事务,因此在对公司内部信息的了解方面,经理人相对股东而言自然处于信息优势地位。在公司投资活动方面,经理人基于这种信息优势地位很可能做出损害股东乃至公司利益的非效率投资行为,以谋求自身利益的最大化。股东在期初可能会通过一些激励或者约束手段来缓解这

种由于信息不对称而产生的委托代理问题,但当经理人为了谋求个人私利而继续进行非效率投资时,股东可能就会考虑通过高管变更来解除这一委托代理关系。这就涉及公司治理结构变化和治理机制完善问题。

公司治理可分为公司外部治理和公司内部治理。公司外部治理主要包括证券市场的控制权配置以及兼并收购等。通过公司外部市场的兼并收购以及公司控制权的重新配置行为对不称职的高管人员进行更换,可以达到有效激励高管人员的目的,从而提高公司外部治理机制的有效性。相对于外部治理机制来说,内部治理机制主要包括对高管人员的激励机制以及董事会、监事会的监督机制等。在对公司投资活动的监督方面,由于独立董事会的特殊监督作用将大大减少由于委托代理问题而引起的非效率投资问题,因此独立董事能够更好地代表广大股东及其他利益相关者的利益,提高公司的投资决策质量。

企业契约理论由 Coase 提出,之后由 Williamson 对其观点进行了继承和发展。企业契约理论认为在现代企业中,作为委托人的股东和作为代理人的经理之间所签订的契约是不完全的,因此要达到约束非效率投资行为的目的,仅仅通过事前对高管人员的契约激励是不可能的,还需要通过高管变更这一事后补救措施即通过寻找新的代理人签订新的契约达到改善非效率投资的目的^[16]。

(二) 假设的提出

在理论分析基础上,本文针对高管变更与投资效率的关系提出研究假设。

有效的投资决策是指公司投资于所有净现值为正的投资机会,而放弃所有净现值为负的投资机会,但由于委托代理问题的存在,会出现经理人为了谋求私利而进行非效率投资的问题,通常表现为由于构建“企业帝国”而导致的过度投资现象和为规避风险而放弃净现值为正的投资项目的投资不足现象^[11]。通过对委托代理理论以及企业契约理论的分析,我们可以发现,高管人员的变更会对公司的投资效率造成影响,这一观点也得到了很多实证证据的支持。Bertrand 的研究发现,高管人员变更,尤其是董事长、总经理变更,会对公司的业绩以及公司的经营投资政策产生显著的、可测量的影响^[17]。Huson 对这一影响进行进一步研究,发现在高管变更之后的三年,公司资产收益率将会提高,并且提高的程度在很大程度上取决于机构的持股水平和董事会的独立性^[3]。鉴于公司的业绩在很大程度上受到投资活动的影响,因此,我们提出假设 1。

H_1 :在投资不足或过度投资的公司,无论是董事长变更还是总经理变更都对投资效率有着显著的影响。

按原因分类,上市公司高管的变更主要分为常规变更和非常规变更。现有的研究中通常将退休、任期届满、健康原因、完善公司治理结构、结束代理、其他原因导致的高管变更归为常规高管变更,而非非常规高管变更则主要包括工作调动、控股权变动、辞职、解聘、个人原因、涉案等。通过对 2006—2012 年间上市公司高管变更的原因进行分类汇总,我们发现除了 3.74% 的高管变更未对其原因进行披露外,发生非常规高管变更的比例竟高达 62.77%,而常规高管变更的比例仅为 33.49%。相对于常规的高管变更,发生非常规高管变更的公司并没有充足的时间和机会来选择和培养继任高管,公司一时之间很难找到真正适合公司的最优秀的继任高管。因此两种类型的高管变更对公司经营活动的影响必然是不同的,常规变更是在规划有序的程序下进行的,而非非常规变更通常变更的时机并不适当,对公司经营将造成更为不利的影响^[18]。同时也有学者发现,非常规高管变更的公司其经营政策及企业文化将发生变化,使得公司的发展不具有持续性,由此可见,在非非常规变更背景下产生的公司继任高管很难在改善公司经营、提升企业价值方面起到积极的作用。基于以上分析,本文提出假设 2。

H_2 :在投资不足和过度投资的公司,董事长和总经理的非常规变更与公司的投资效率存在负相关关系。

高管任期不同,其在公司经营投资决策中的影响程度也就不同。随着高管任期的增加,高管人员将更容易在公司内部构筑其利益团体。因此,高管人员的任职时间越长,其在公司内部的地位也就越稳定,个人威信也就越高,在公司投资决策中的控制力也就越强。此外,还有学者从投资偏好的角度对高管人员的投资决策行为进行研究,发现随着高管任期期限的增加,其投资偏好也会发生相应的改变。任期较短的总经理由于认为自身受关注程度较低,必须向新的地域、新的领域进行投资,以获得市场的认同,因此公司将可能出现过度投资的现象^[19]。随着任职期限的增加,高管对于现任公司特有的管理技能将会增加,而对于劳动力市场上其他公司的管理技能则会相对降低,此时高管人员将会尽力稳固自己在现任公司中的地位,相应的投资决策也会变得保守^[17]。但也有学者认为,高管人员的投资行为之所以变得保守,主要是因为随着高管任期的增加,管理技能得到提升,随之增加的是其声誉资本以及公司外部有前景的雇佣机会,出于对自身声誉以及日后职业生涯规划的考虑,任职期限长的高管人员在投资决策方面将会更加保守,甚至出现投资不足的现象^[20]。由此可以推断,对于投资不足的公司,当高管的任职期限较短时,公司的投资规模会增大,将会改善公司投资不足的现象,当高管人员的任职期限较长时,公司的投资规模则会减小,这将会加剧公司的投资不足现象。同理可知,对于过度投资的公司,当高管的任职期限较短时,公司的过度投资现象将会加剧,公司的投资效率将会降低,而当高管的任职期限较长时,公司的过度投资的现象将会改善,其投资效率也会随之提高。因此本文提出假设3。

H₃:在投资不足的公司,离任董事长和总经理的任职期限越长,投资不足程度越高,投资效率越低;在过度投资的公司,离任董事长和总经理的任职期限越长,过度投资程度越低,投资效率越高。

高管的继任来源有两种,分别为内部继任和外部继任。内部继任是从公司内部现有的人员中选拔合适的人选来担任公司的高管,而外部继任则是从公司外部招聘高管的继任者。高管人员的内部继任和外部继任对上市公司投资决策的影响程度大不相同。在内部继任的情况下,公司的经营发展决策更具有持续性,因为内部继任的高管人员一般都参与过公司以前的投资经营决策,同时相对外部继任者来说,在公司人事关系也比较复杂,因此内部继任者在继任后,在相关投资决策的制定方面受到之前决策风格的影响较大,对前期非效率投资状况的变革力度会相对较小。而外部继任高管由于没有参与过公司之前的经营管理,在公司的人事关系也相对比较简单,能够较少地受到之前投资经营状况的影响与约束,在上任之后更可能对公司之前不合理的投资经营战略进行调整。相关学者在对资本市场上投资者的投资行为进行研究后也验证了以上观点,发现采取外部继任的公司股价在新任高管上任后会发生上涨,原因是投资者认为外部高管继任是公司的经营战略发生改变、公司具有良好发展前景的征兆^[21]。此外,高管变更后企业投资效率改善的另一方面原因来自于董事会对高管投资行为的监督力度,新继任的高管人员由于与董事会成员的关系不够密切,董事会成员对其决策的考核会更加严格,因此相应的非效率投资决策在通过时会存在一定的困难。而当高管人员在公司已经建立起各种关系网,与董事会成员的关系也比较融洽时,相应的投资支出将会大幅增加。相对于外部继任的高管来说,内部继任的高管在继任初期就拥有这种珍贵的关系网络,其行为受到董事会约束的力度会相对较小,非效率投资行为也就不容易被察觉^[22]。因此,本文提出假设4。

H₄:在投资不足和过度投资的公司,董事长和总经理的内部继任来源与公司的投资效率呈负相关关系。

董事长和总经理之间领导权结构的划分包括两职分离和两职合一两种。在股东与经理人之间的委托代理关系产生的同时,信息不对称的现象也就随之产生,经理人基于自身的信息优势地位很可能做出损害股东乃至公司利益的非效率投资行为。信息不对称是委托代理等非效率投资问题产生的根源,而当董事长兼任公司总经理的时候,这种信息不对称的现象将会表现得更加突出^[23]。信息不对称使得总经理在投资经营中更具有自主决策权。Adams 和 Ferreira 在研究董事长总经理两职合一

公司投资效率的影响时发现,在两职合一情况下总经理在做决策时向其他高管妥协的可能性将会降低,总经理更有可能做出非效率的投资决策,这是公司过度投资行为产生的根源之一,同时这也会使公司在发展过程中更加具有不确定性^[24]。由此我们发现两职合一的情况下,总经理变更对业绩的敏感性更低,因此无论是在投资决策过程中受到的监督还是进行非效率投资受到的约束都会大大减少,此时总经理更有可能为了追求自身利益最大化而做出有损于公司整体利益的投资行为。因此,我们提出假设5。

H₅:在投资不足和过度投资的公司,董事长与总经理两职合一和公司的投资效率呈负相关关系。

四、研究设计

(一) 样本选取

本文以2006年至2012年我国沪深两市所有A股上市公司作为初始研究样本,在此基础上进行以下筛选:(1)剔除金融行业的上市公司;(2)剔除在此期间被ST的公司;(3)剔除上市时间少于2年的研究样本;(4)剔除数据缺失的样本。经过以上筛选,本文最后得到10053个观察样本。本文所取得的上市公司的财务数据以及高管变更的相关信息资料主要来自于CSMAR数据库。

(二) 模型设计

本文在计量上市公司的投资效率时借鉴Richardson的投资期望模型,所设计的投资效率模型如下:

$$INV_t = \beta_0 + \beta_1 GROWTH_{t-1} + \beta_2 LEV_{t-1} + \beta_3 CASH_{t-1} + \beta_4 SIZE_{t-1} + \beta_5 AGE_{t-1} + \beta_6 RET_{t-1} + \beta_7 INV_{t-1} + \sum INDUSTRY + \sum YEAR + \varepsilon \quad (1)$$

其中,*INV*是企业的资本投资水平,为购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金除以期初的总资产。*GROWTH*表示企业的投资机会,用“(流通股股数×每股市价+非流通股股数×每股净资产+负债账面价值)/总资产”来表示。自2005年4月29日中国证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》后,我国启动了股权分置改革的试点工作,至2005年9月4日,股权分置改革进入全面铺开阶段。自此之后,我国资本市场逐渐消除了非流通股和流通股的流通制度差异,不可流通的股份逐渐变为可流通的股份,最终实现了证券市场中股票的全流通。*LEV*为企业的资产负债率。*CASH*表示现金持有量,用货币资金与交易性金融资产的和除以总资产来表示。*SIZE*表示企业规模,用总资产的自然对数表示。*AGE*是企业的上市年限。*RET*表示企业的股票回报率。*YEAR*和*INDUSTRY*分别为年度和行业虚拟变量。变量定义见表1。

本文运用模型(1)首先估算出企业的最优投资水平,然后用企业的实际投资水平与最优投资水平的差(即残差)来表示企业的投资效率。当残差值为正时,为过度投资;反之,当残差值为负时,则为投资不足。鉴于投资不足和过度投资的公司相关财务指标以及公司内部治理的特征是不同的,因此本文将分别对这两类样本公司高管变更与投资效率之间的关系进行研究,所设计的模型如下:

$$OVERINV_t = a_0 + a_1 TEST_t + a_2 FCF_t + a_3 ROA_t + a_4 INDE_t + a_5 SIZE_t + a_6 AGE_t + a_7 CASH_t + \sum INDUSTRY + \sum YEAR + \varepsilon \quad (2)$$

$$UNDERINV_t = c_0 + c_1 TEST_t + c_2 FCF_t + c_3 ROA_t + c_4 INDE_t + c_5 SIZE_t + c_6 AGE_t + c_7 CASH_t + \sum INDUSTRY + \sum YEAR + \varepsilon \quad (3)$$

在模型(2)与模型(3)中,*OVERINV*和*UNDERINV*分别代表过度投资和投资不足的公司的投资效率。本文借鉴《公司法》、《上市公司章程指引》以及相关文献的研究成果,考虑到高管人员中董事长和总经理对公司决策以及投资活动施加的影响最大并负有最直接的责任,本文将高管人员定义为公司的董事长和总经理。*TEST*代表解释变量,包括高管变更类型、高管变更原因、高管任职期限、高管继任来源和董事长总经理两职合一变量,本文还选择了自由现金流、总资产收益率、独立董事规模、

企业规模等变量作为控制变量,变量定义见表1。

表1 变量定义

变量类型	变量名称	变量定义
被解释变量	投资效率	过度投资(OVERINV) 投资效率模型的残差为正 投资不足(UNDERINV) 投资效率模型的残差为负
	变更类型	董事长变更(BOARDTURNOVER) 董事长发生变更时取值为1,反之则为0 总经理变更(CEOTURNOVER) 总经理发生变更时取值为1,反之则为0
解释变量	变更原因	董事长非常规变更(BOARDINFORMALTURNOVER) 董事长任期不是3年的倍数时取值为1,反之则为0 总经理非常规变更(CEOINFORMALTURNOVER) 总经理任期不是3年的倍数时取值为1,反之则为0
	任职期限	董事长任职期限(BOARDTENURE) 董事长发生高管变更前的任职年数 总经理任职期限(CEOTENURE) 总经理发生高管变更前的任职年数
控制变量	继任来源	董事长继任来源(BOARDRESOURCE) 董事长的继任来源为内部时取值为1,反之则为0 总经理继任来源(CEORESOURCE) 总经理的继任来源为内部时取值为1,反之则为0
	两职合一	董事长和总经理两职合一(DUAL) 董事长和总理由同一人来担任时为1,反之则为0
控制变量	自由现金流(FCF)	(净利润+利息费用+非现金支出)-营运资本追加-资本性支出
	总资产收益率(ROA)	净利润/总资产
	独立董事规模(INDE)	独立董事人数/董事人数总和
	企业规模(SIZE)	总资产的自然对数
	上市年限(AGE)	企业上市时间
	现金持有量(CASH)	(货币资金+交易性金融资产)/总资产
	行业(INDUSTRY)	共设置12个行业虚拟变量,本行业为1,反之则为0
	年度(YEAR)	共设置7个年度虚拟变量,本年度为1,反之则为0

五、实证分析

(一) 描述性统计

本文利用投资期望模型的残差衡量上市公司的投资效率,并将非效率投资的公司进一步区分为投资不足和过度投资的样本,然后分别对投资不足和过度投资样本的各变量进行了描述性统计分析,结果如表2所示。从表2可以看出我国大部分上市公司都存在着非效率投资的现象,而且相对于投资不足来说,过度投资则更为普遍。其中,投资不足样本中投资效率的最小值为-4.8394,最大值为-0.0002,标准差为0.1182,而过度投资的样本投资效率的最小值为0.00002,最大值为2.5014,标准差为0.0966,这说明在过度投资的样本中,各公司的投资效率的分布是比较集中的,而投资不足的各样本公司的投资效率的差距则是比较大的。在两类样本公司中,BOARDTURNOVER的均值都接近0.15,CEOTURNOVER的均值都为0.2,表明发生高管变更的公司是比较多的,并且在高管变更的公司当中,总经理变更比董事长变更更为频繁。BOARDTENURE和CEOTENURE变量的均值较小,标准差较大,表明我国上市公司的高管任期普遍较短,且不同公司之间高管的任期波动很大,存在很大差异。DUAL用来衡量上市公司中董事长兼任总经理的情况,其均值高达0.9,说明董事长和总经理两职合一的情况在我国的上市公司当中比较普遍,总经理既是决策的制定者又是监督者,这是否是导致非效率投资的原因之一,我们将在后文实证部分进行进一步的验证。其他变量的具体情况,详见表2,这里不再赘述。

表2 样本的描述性统计

	投资不足					过度投资				
	样本数	最小值	最大值	均值	标准差	样本数	最小值	最大值	均值	标准差
UNDERINV	4850	-4.8394	-0.0002	-0.0781	0.1182					
OVERINV	4850					5203	0.00002	2.5014	0.0728	0.0966
BOARDTURNOVER	4850	0	1	0.16	0.370	5203	0	1	0.15	0.357
CEOTURNOVER	4850	0	1	0.20	0.403	5203	0	1	0.20	0.401
BOARDINFORMALTURNOVER	4850	0	1	0.145	0.334	5203	0	1	0.15	0.342
CEOINFORMALTURNOVER	4850	0	1	0.18	0.360	5203	0	1	0.135	0.367
BOARDTENURE	4850	0.02	16	0.618	1.888	5203	0.01	17	0.5691	1.7769
CEOTENURE	4850	0.04	15	0.716	1.827	5203	0.03	16	0.7081	1.8465
BOARDRESOURCE	4850	0	1	0.115	0.285	5203	0	1	0.11	0.56
CEORESOURCE	4850	0	1	0.135	0.292	5203	0	1	0.135	0.594
DUAL	4850	0	1	0.91	0.203	5203	0	1	0.915	0.199
FCF	4850	-5.6737	20.3781	0.0156	1.4632	5203	-9.8761	149.5886	0.0279	1.5362
ROA	4850	-8.4626	36.0908	0.0361	0.5570	5203	-4.7407	2.6372	0.0234	0.642
INDE	4850	0.1111	0.7143	0.3359	0.1235	5203	0.0909	0.7143	0.3198	0.1307
SIZE	4850	11.3483	27.6163	21.28	1.3360	5203	10.8422	28.1356	21.7041	0.323
AGE	4850	2	22	9.81	4.580	5203	2	22	10.29	4.497
CASH	4850	8.06E-05	1.0000	0.1715	0.1377	5203	0.0001	0.9979	0.1584	0.1160

(二) 相关性分析

本文对主要变量之间的相关性进行了检验,所得结果如表3所示。其中,左下方为pearson相关系数,右上方为spearman相关系数,通过pearson和spearman检验可以发现,各变量间相关系数的绝对值都小于0.5,这说明各变量间不存在严重的多重共线性的问题,同时也说明本文的模型的构建以及变量的选取是比较合理的。

表3 变量的相关性分析

	INV	TURNOVER	INFORMAL	TENURE	SOURCE	DUAL	FCF	ROA	INDE	SIZE	AGE	CASH
INV	1	-0.053***	-0.05***	0.015	-0.063***	0.036**	0.023	0.042***	-0.025*	0.1***	-0.036**	0.071***
TURNOVER	-0.038***	1	0.141***	-0.022	0.295***	0.02	-0.02	-0.093***	0.026*	-0.033**	0.032**	-0.066***
INFORMAL	-0.065***	0.135***	1	-0.236***	0.351***	0.007	-0.014	-0.063***	0.008	-0.018	0.079***	-0.082***
TENURE	0.023	-0.033	-0.131***	1	0.039	0.062*	0.007	0.016	-0.014	0.115***	0.126***	0.105***
SOURCE	-0.055***	0.275***	0.33***	0.047	1	0.004	-0.029**	-0.109***	-0.003	-0.019	0.059***	-0.079***
DUAL	0.013	0.003	0.003	0.087**	0.01	1	0.014	-0.022	-0.08***	0.1***	0.071***	-0.043***
FCF	0.027*	0.014	0.007	-0.002	0.004	0.045***	1	0.143***	-0.07***	0.079***	-0.136***	-0.054***
ROA	0.014	0.013	-0.018	0.012	-0.023	0.012	0.298***	1	0.006	0.016	-0.127***	0.312***
INDE	-0.01	-0.011	-0.017	0.036	-0.038***	-0.075***	0.025*	0.018	1	0.099***	0.042***	0.049***
SIZE	0.000	0.025*	0.034**	0.002	0.016	0.03**	0.006	-0.004	0.049***	1	0.067***	-0.055***
AGE	-0.078***	0.03*	0.084***	0.154***	0.057***	0.061***	-0.014	0.000	0.077***	-0.025*	1	-0.112***
CASH	0.061***	-0.049***	-0.065***	0.049	-0.063***	-0.051***	-0.016	0.016	0.071***	-0.052***	-0.118***	1

(三) 回归分析

我们利用模型(2)、模型(3)分别对两组样本进行回归,表4列示了投资不足样本中高管变更各变量与投资效率之间的相关关系,表5列示了过度投资样本的回归结果。

表4 投资不足样本高管变更与非效率投资的关系

	董事长变更					总经理变更				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
(CONSTANT)	-0.278 ***	-0.244 ***	-0.229 ***	-0.250 ***	-0.271 ***	-0.250 ***	-0.254 ***	-0.244 ***	-0.252 ***	-0.271 ***
BOARDTURNOVER	-0.032 **									
CEOTURNOVER						-0.028 **				
BOARDINFORMALTURNOVER		-0.044 ***								
CEOINFORMALTURNOVER							-0.009			
BOARDTENURE			-0.016							
CEOTENURE								-0.008		
BOARDSOURCE				-0.036 ***						
CEOSOURCE									-0.028 **	
DUAL					0.023 *					0.023 *
SIZE	-0.005	-0.004	-0.004	-0.005	-0.006	-0.005	-0.005	-0.005	-0.005	-0.006
LEV	-0.070 ***	-0.068 ***	-0.068 ***	-0.070 ***	-0.071 ***	-0.070 ***	-0.070 ***	-0.071 ***	-0.070 ***	-0.071 ***
AGE	-0.051 ***	-0.049 ***	-0.049 ***	-0.050 ***	-0.054 ***	-0.052 ***	-0.052 ***	-0.052 ***	-0.052 ***	-0.054 ***
CASH	0.031 **	0.031 **	0.031 **	0.031 **	0.033 **	0.031 **	0.031 **	0.032 **	0.031 **	0.033 **
FCF	0.015	0.016	0.016	0.016	0.014	0.015	0.015	0.015	0.015	0.014
ROA	0.026 *	0.025	0.025 *	0.026 *	0.027 *	0.027 *	0.027 *	0.027 *	0.027 *	0.027 *
INDE	-0.034	-0.033	-0.033	-0.034	-0.033	-0.034	-0.036	-0.036	-0.034	-0.033
INDUSTRY	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
YEAR	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj-R ²	0.123	0.238	0.238	0.238	0.178	0.123	0.266	0.267	0.266	0.178
F-statistic	23.561	9.628	9.624	9.629	24.408	23.600	9.087	9.088	9.130	24.408
Obs.	4850	794	794	794	4850	4850	987	987	987	4850

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的水平上显著。下同。

表5 过度投资样本高管变更与非效率投资的关系

	董事长变更					总经理变更				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
(CONSTANT)	0.1 **	0.097 **	0.105 **	0.099 **	0.115 **	0.1 **	0.092 **	0.104 **	0.097 **	0.115 **
BOARDTURNOVER	0.047 ***									
CEOTURNOVER						0.051 ***				
BOARDINFORMALTURNOVER		0.028 **								
CEOINFORMALTURNOVER							0.053 ***			
BOARDTENURE			0.009							
CEOTENURE								0.035 ***		
BOARDSOURCE				0.050 ***						
CEOSOURCE									0.070 ***	
DUAL					-0.018					-0.018
SIZE	-0.014	-0.014	-0.015	-0.014	-0.014	-0.014	-0.015	-0.015	-0.014	-0.014
LEV	0.248 ***	0.250 ***	0.253 ***	0.248 ***	0.252 ***	0.248 ***	0.243 ***	0.253 ***	0.247 ***	0.252 ***
AGE	0.008	0.010	0.013	0.008	0.015	0.010	0.008	0.012	0.009	0.015
CASH	-0.007	-0.008	-0.008	-0.007	-0.008	-0.007	-0.007	-0.007	-0.007	-0.008
FCF	0.377 ***	0.379 ***	0.383 ***	0.379 ***	0.383 ***	0.377 ***	0.369 ***	0.383 ***	0.377 ***	0.383 ***
ROA	0.373 ***	0.375 ***	0.379 ***	0.376 ***	0.379 ***	0.373 ***	0.367 ***	0.379 ***	0.374 ***	0.379 ***
INDE	0.009	0.010	0.008	0.010	0.005	0.008	0.006	0.008	0.011	0.005
INDUSTRY	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
YEAR	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj-R ²	0.165	0.243	0.242	0.243	0.190	0.165	0.219	0.217	0.219	0.190
F-statistic	27.233	6.232	6.210	6.260	31.187	27.212	7.778	7.663	7.778	31.187
Obs.	5203	781	781	781	5203	5203	1046	1046	1046	5203

从高管变更类型与投资效率的回归结果看,在投资不足的样本中,董事长、总经理变更的系数显

著为负,而在过度投资样本中,该系数显著为正,这说明在两类样本公司中高管变更与投资效率呈负相关关系,也就是说高管变更非但不能改善上市公司的投资效率,反而加剧了非效率投资行为,并且这种负相关关系在过度投资的公司表现得更为突出。这验证了假设1。

从高管变更原因与投资效率的回归结果看,在投资不足的样本当中,从总体上看高管非常规变更与投资效率呈负相关关系,其中董事长非常规变更的相关系数为 -0.044 ,在1%的水平下显著相关,说明董事长的非常规变更对公司的投资效率有着显著的影响。而总经理的非常规变更虽然相关系数为负数,但其对投资效率的影响并不显著。在过度投资的样本当中,两类高管的非常规变更都与公司的投资效率呈显著的负相关关系,其中,相对于董事长变更来说,总经理非常规变更的这种负相关关系更为显著。究其原因,可能是由上市公司信息披露制度不健全所导致的,上市公司对于高管辞职或公司解聘这种非常规的高管离职的具体原因和相关情况并没有进行详细的披露。因此,新任高管在继任初期出于对自身声誉的考虑,可能会延续前任高管的过度投资的行为,投资过程中不乏一些投资风险比较高的项目,一旦投资成功,新任高管的地位将会得到很大提升,即使失败,新任高管也可以将责任归咎到前任高管的身上。假设2得到验证。

从离任高管的任职期限与投资效率的回归结果来看,在两类样本中董事长的任职期限对投资效率不存在显著的影响,不符合假设3。对于投资不足的样本,总经理任期的相关系数为 -0.008 ,但并不显著,说明总经理的任职期限的长短对投资不足的公司的投资效率有负向但并不显著的影响。但对于过度投资的公司来说,总经理任期与过度投资行为有正相关关系,这与假设4一致。这表明总经理的任职期限越长,过度投资公司的投资效率越低,过度投资现象越显著。对于投资不足的公司,实证结果除不显著外与我们所提出的假设基本相符,而在过度投资的公司,却与我们所提出的假设完全相反,这可能是由于随着总经理任职期限的增加,其与董事会或公司其他成员的关系会更加和谐,因此在投资决策中所受到的监督和约束将会在一定程度上下降,其过度投资行为也就更加不容易被察觉。

从高管继任来源与公司投资效率的实证结果我们可以看出,在两类样本公司中,内部继任方式都与投资效率呈显著的负相关关系,这与假设4一致。高管人员的内部继任都会导致公司投资效率的下降,这一方面可能是由于内部继任者比外部继任者更加了解公司的情况,尤其是在继任初期,其投资决策风格受到前任高管的影响会比较大,另一方面或许是因为新任高管出于对自身利益的考虑,为了扩大在公司乃至市场中的知名度,在任职初期会大力增加投资,这其中不免会包含一些非效率投资。此外,相对于外部继任者来说,新的内部继任者与公司内部各方面的关系会更加融洽,这使其进行过度投资更能游刃有余。

从董事长与总经理两职合一对公司投资效率的影响我们可以看出,在投资不足的样本中,董事长和总理由同一人来担任不仅没有使投资效率下降,反而使得投资不足的情况得到了相应的改善,其中董事长总经理两职合一的相关系数为 0.023 ,在10%的显著性水平下显著。在过度投资的公司,虽然董事长总经理两职合一对投资效率的影响未达到相应的显著性水平,但其对投资效率还是存在正向影响的。由此可见我们所得到的实证结果与假设5完全相反。之所以会出现该现象,一方面是由于由董事长来兼任公司的总经理,其在做出相应的投资经营决策的时候将能够更好地代表广大股东的利益,减少了委托代理问题的存在;另一方面可能是由于上市公司内部治理过程中沟通机制不健全所导致的。但在这里我们并不提倡董事长总经理进行两职合一,因为终究还是弊大于利的,改善上市公司的非效率投资还是应该多从其他方面入手来寻找相应的解决对策。

(四) 稳健性检验

为保证实证结果的稳健性,本文对研究结论进行了敏感性检验。一方面,针对样本异常值的影响,采用对数值最大的5%和最小的5%样本进行剔除的方法来处理样本,研究结果未发现有明显

的变化。另一方面,对于公司投资规模的计量,采用固定资产、长期投资和无形资产的净值改变量来衡量,并用平均总资产进行标准化,研究结果同样未发现明显变化。上述敏感性检验的结果表明本文的实证结论是稳健的。

六、结论

本文对我国上市公司高管变更与非效率投资之间的关系进行了实证研究,得出了以下几点研究结论:(1)高管变更对于存在非效率投资的公司投资效率具有显著的影响,会导致投资效率的下降。(2)过度投资的样本中,高管人员的非常规变更与公司的投资效率有着显著的负相关关系,即加剧了过度投资,降低了投资效率;投资不足的样本中,董事长的非常规变更导致公司投资效率的下降,而总经理的非常规变更对投资效率的影响却不显著。(3)董事长的任职期限的长短与公司投资效率之间的相关关系并不显著。在投资不足的公司,总经理的任职期限的长短对公司的投资效率没有显著性的影响;在过度投资的公司,随着总经理任职期限的延长,公司的过度投资现象越严重,投资效率越低。(4)高管人员的内部继任与公司的投资效率存在显著的负相关关系,这一方式将会导致投资效率的降低。(5)董事长总经理两职合一并没有像我们预期的那样会导致投资效率的下降,相反,两职合一在一定程度上改善了上市公司的非效率投资的行为。

基于以上分析,本文认为由于投资效率受到多重因素的交互影响,因此公司在寻找改进投资效率的方法时,不能单纯地依靠更换高管人员来实现,而应当从多方面综合考虑。如应当建立完善的经理人市场,由市场自主地选拔适合的人员来担任上市公司的高管,以调节相应的高管人员的流动,实现高管人员的优胜劣汰。应当改进上市公司高管人员的任免机制,提高公司内部治理效率。同时,在合理适度的范围内,提高高管人员的持股比例。在证券监管方面,完善上市公司的信息披露制度,完善上市公司在高管变更方面的信息披露,提高高管人员流动机制的透明度。此外,应当完善上市公司的独立董事制度,完善其聘用机制,并保证其地位的独立性,这样才能使独立董事在上市公司的投资决策中发挥其应有的监督作用。

本文的研究结论对于规范我国上市公司高管人员的投资行为,改善公司的内部治理水平,进而提升企业的整体价值具有一定的指导意义。但同时本文的研究也具有一定的局限性:首先在投资效率的计量方面还有很多因素尚未考虑到,这可能会使本文得出的投资效率与公司实际的投资效率之间存在一定的偏差;其次本文研究的是董事长和总经理的变更对公司投资效率的影响,对于在公司治理中同样发挥重要作用的其他高管人员的变更与投资效率的相关关系是否与本文一致,还有待验证;此外,本文研究的是我国A股上市公司,研究结论对于B股上市公司以及非上市公司是否同样适用,也需要进行进一步的验证。

参考文献:

- [1]冯旭南,李心愉.公司经营绩效影响高管变更吗——来自地方国有上市公司的证据和启示[J].管理评论,2012(12):166-173.
- [2]Jenter D, Kanaan F. CEO turnover and relative performance evaluation[R]. NBER Working Paper,2006.
- [3]Huson M R, Malatesta P H, Parrino R. Managerial succession and firm performance [J]. Finance Economics,2004,74: 237-275.
- [4]Goyal V, Park C. Board leadership structure and CEO turnover[J]. Journal of Corporate Finance and Economics, 2002, 8:49-66.
- [5]Defond M L, Hung M. An empirical analysis of analysts cash flow forecasts [J]. Journal of Accounting and Economics, 2003,35:73-100.

- [6] 王俊秋,江敬文. 政治关联、制度环境与高管变更[J]. 管理评论,2012(12):156-165.
- [7] 廖普明. CEO 变更、董事特征与盈余管理的实证研究[J]. 统计与决策,2011(16):146-150.
- [8] Hornstein A S, Zhao Minyuan. Corporate capital budgeting decisions and information sharing[J]. Journal of Economics and Management Strategy, 2011, 20:1135-1170.
- [9] 李万福,林斌,宋璐. 内部控制在公司投资中的角色:效率促进还是抑制[J]. 管理世界,2011(2):81-99.
- [10] 李培功. CEO 任期与企业资本投资[J]. 金融研究,2012(2):127-141.
- [11] Jensen M, Meckling W. The theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics,1976,3:305-360.
- [12] 曾春华,杨兴全. 多元化经营、财务杠杆与过度投资[J]. 审计与经济研究,2012(6):83-92.
- [13] 杨继伟. 股价信息含量与资本投资效率[J]. 南开管理评论,2011(5):99-108.
- [14] 张纯,吕伟. 信息披露、信息中介与企业过度投资[J]. 会计研究,2009(1):60-65.
- [15] 刘斌,吴娅玲. 会计稳健性与资本投资效率的实证研究[J]. 审计与经济研究,2011(3):60-69.
- [16] Williamson O. Corporate finance and corporate governance[J]. Journal of Finance,1988,38:567-591.
- [17] Bertrand M A. Managing with style: the effect of managers on firm policies [J]. Economics, 2003,118:57-62.
- [18] Pourciau S. Earnings management and non-routine executive changes[J]. Journal of Accounting and Economics, 1993, 16:273-316.
- [19] Rose D C. Bankruptcy risk, firm-specific managerial human capital, and diversification[J]. Review of Industrial Organization,1992,7:65-73.
- [20] Hirshleifer D, Suh Y. Risk, managerial effort, and project choice[J]. Finance Intermediation, 1992,2:308-345.
- [21] Pan Yihui, Wagner A. The executive turnover risk premium[R]. Working Paper,2012.
- [22] Hornstein A S. Corporate capital budgeting and CEO turnover[R]. Working Paper,2012.
- [23] Liu Yixin, Jiraporn P. The effect of CEO power on bond ratings and yields[J]. Journal of Empirical Finance,2010,17:744-762.
- [24] Adams R B, Ferreira D. A theory of friendly boards[J]. Journal of Finance, 2007,62:217-250.

[责任编辑:杨凤春]

A Correlation Research on Executive Turnover and Inefficient Investment: Based on the Empirical Data of A-share Listed Corporations in China

ZHANG Qiaoliang, LIU Xinjia

Abstract: Taking the data of A-share listed corporations in Shanghai and Shenzhen stock markets from 2006 to 2012, this paper studies the impact of executive changes on investment efficiency with overinvestment and underinvestment companies as samples. The research finds that executives turnover will lead to the decline of investment efficiency. There exists a negative correlation between un-routine executive turnover and the company's investment efficiency. In the sample of overinvestment, with the extension of CEO tenure, the overinvestment phenomenon will become more serious. There is a significantly negative correlation between internal succession and the company's investment efficiency. The integration of the chairman of the board and the general manager improves the company's investment efficiency.

Key Words: executive turnover; investment efficiency; inefficient investment; corporate governance; investment decision; corporate value; listed company; company performance; information disclosure