

# 媒体监督、政治关联与高管变更\*

## ——中国的经验证据

吴超鹏,叶小杰,吴世农

(厦门大学管理学院 福建 厦门 361005)

**内容提要:** 本文研究媒体对政治关联高管行为的监督和约束作用。结果发现,并购绩效越差的公司,高管越容易被变更,但是,政治关联高管即使并购绩效差也较不容易被变更。进一步研究还发现,当媒体对并购事件的负面报道次数较多,或者当公司位于地方媒体监督功能较强的省份时,高管的政治关联背景并不能起到“护身符”的作用,他们并购败绩后被变更概率与非政治关联高管无显著差异。这说明,媒体监督这种非正式外部治理机制可以通过强大的社会舆论力量约束政治关联高管行为,从而提高上市公司治理水平。

**关键词:** 政治关联; 媒体监督; 高管变更

**中图分类号:** F276 **文献标志码:** A **文章编号:** 1002—5766(2012)02—0057—09

### 一、引言

世界各国企业普遍存在政治关联,尤其是在新兴市场国家与发展中国家。据 Fan 等(2007)统计,在我国 27% 的上市公司高管曾是中央或者地方政府官员。研究表明,政治关联高管可能会损害中小股东利益,他们为了掠取控制权私利而不到监管严格的美国市场上市(Leuz & Oberholzer-Gee, 2006),或者聘用更多的政府官员而非专业人士作为董事会成员,以致上市后长期市场表现不佳(Fan 等, 2007)。如果政治关联高管确实损害中小股东利益,那么现有的公司治理机制能否起到制约作用? 一些研究表明,政治关联高管权力过大,因此,内部治理机制难以约束和变更他们(Pi & Lowe, 2010; 游家兴等, 2010)。近年来,媒体的公司治理作用得到了社会各界的广泛关注,那么媒体作为一种重要的外部治理机制,能否在政治关联高管损害股东利益

时导致及时撤换他们呢? 对于这一问题,前人研究鲜有涉及。鉴此,本文基于媒体与公司治理的相关理论,结合我国儒家文化背景提出三个研究假设,并选取我国 1998~2008 年间 209 起大型并购案作为样本,以报纸媒体对并购案的负面报道次数,以及我国各省的“传媒发展指数”来反映舆论界对高管并购行为的监督力度,进而实证检验媒体监督是否影响政治关联高管并购败绩后被撤换的概率。本研究希望能为监管部门加强媒体对证券市场的监督功能,约束管理层自利性并购行为提供理论依据。

### 二、理论分析和研究假设

本文以并购绩效对高管变更的影响为出发点,分析和检验以下三个问题:(1) 并购绩效是否影响并购后高管被非自愿变更的概率;(2) 如果并购绩效越差,高管变更概率越高,那么,高管政治关联背景能否弱化这一关系,使其即使并购败绩也不易被

收稿日期: 2011-11-12

\* 基金项目: 国家自然科学基金青年项目“基于知识产权保护视角的高科技公司财务行为研究”(71002042); 福建省自然科学基金项目“知识产权保护对我国高科技企业发展的影响机制研究”(2010J05152)。

作者简介: 吴超鹏(1979-),男,福建漳州人。博士,副教授,研究方向是公司财务与证券投资。E-mail: wuchaopeng@xmu.edu.cn; 叶小杰(1986-),男,福建南安人。博士研究生,研究方向是公司财务与公司治理。E-mail: yexiaojie2005@163.com; 吴世农(1956-),男,福建泉州人。教授,博士生导师,研究方向是公司财务与资本市场。E-mail: snwu@xmu.edu.cn。

变更;(3)如果政治关联背景使高管不易被变更,那么,当媒体较好地发挥监督功能时,这一现象是否减少。根据以上问题,本文将基于前人文献,结合我国国情,进行理论分析并提出研究假设。

### 1、并购绩效与高管变更

关于高管变更影响因素的研究主要集中在以下两个方面:一是业绩因素对高管变更的影响。前人研究表明,高管可能由于业绩不佳(Jensen & Murphy, 1990; Chang & Wong, 2009)、能力不足(Hermanlin等, 1998; Clayton等, 2005)或公司战略转型(Clayton等, 2005)而被变更;二是公司治理因素对高管变更的影响。研究表明,高管(CEO)兼任董事长(Goyal & Park, 2002; 张俊生等, 2005)、董事会规模越大(Lipton等, 1992)、独立董事比例越低(Laux, 2008)的公司,高管越不易被变更。

近年来,该领域研究逐步拓展到探讨并购绩效对高管变更的影响,Lehn & Zhao(2006)以美国股市1990~1998年间714起大型并购案为样本,发现高管实施价值损害型并购后易被非自愿变更;吴超鹏、叶小杰和吴世农(2011)的研究则发现,民营企业CEO并购败绩之后被撤换的概率远高于国有企业。基于上述研究我们推测,高管实施的大型并购案的绩效与其被变更概率之间呈负相关关系,原因是:(1)高管(本文指CEO)负责对大型并购案进行尽职调查和监督,如果并购决策损害股东价值,则第一责任人应该是高管,所以高管应该对并购案的经济后果负责;(2)由于本文研究样本是大型并购案,而这类并购对公司未来业绩影响甚大。因此,如果这些大型并购案导致公司绩效不佳,董事会将承受很大压力,最终将迫使高管辞职。基于上述分析,本文提出如下研究假设:

假设1:高管实施并购后三年内被非自愿变更的概率与并购绩效呈负相关关系。

### 2、政治关联的影响

如果假设1得到证实,本文将进一步考察,高管的政治关联背景能否使其即使并购败绩也不易被变更。从理论上讲,这种可能性是存在的,原因是:(1)有研究表明,政治关联高管的权力较大,董事会在变更这类高管时难度较大(Pi & Lowe, 2010);(2)在我国,政治关联高管经常是国有大股东在企业的代理人,大股东撤换他们的可能性不大;(3)政治关联

高管有更多政治资源,他们可以帮助企业获得更多低息银行贷款(罗党论和甄丽明, 2008)、向政府求助的机会(Faccio, 2006)、税收优惠(吴文锋等, 2009)。基于以上分析,本文提出如下研究假设:

假设2:并购绩效越差,并购后高管被非自愿变更的概率越高,但是,高管的政治关联背景可以弱化这一关系。

### 3、媒体监督的影响

如果假设2得到支持,本文考察媒体能否发挥治理功能,减少政治关联高管并购败绩后不易被变更的现象。理论上,媒体监督可以通过以下三种机制影响政治关联高管被变更的概率:(1)媒体监督可以减少公司内部人与外部股东之间的信息不对称(Miller, 2006)。具体而言,媒体可以从证券分析师、审计师、律师等中介机构获取信息,并可能会通过进一步的调查披露政治关联高管在大型并购案中的失职行为,以及董事会对政治关联高管的偏袒,从而鼓动中小股东及机构投资者对董事会施压,进而影响政治关联高管被董事会变更的概率;(2)媒体报道还可以引起证券监管部门的重视(Dyck等, 2008; 李培功和沈艺峰, 2010),促使其介入调查大型并购案中相关高管是否存在不当行为,如果证据确凿,监管部门将会对相关高管进行处罚;(3)我国是一个具有浓厚的儒家文化传统的国家,人的羞耻感是约束人们行为的重要机制。媒体负面报道将使公司高管及董事会成员感到羞耻,影响其社会声誉。为了维护声誉,董事会可能处罚相关责任人。基于上述分析,本文提出如下研究假设:

假设3:当媒体能够较好地发挥监督功能时,政治关联高管并购败绩后不被变更的现象减弱。

## 三、研究设计

### 1、研究样本与数据来源

本文选取首次公告日在1998年1月1日~2008年12月31日之间所有上市并购事件作为初始样本。根据研究需要,我们按如下标准筛选样本:(1)并购公司在并购公告前后时间窗口内的股票收益数据可获得;(2)并购交易的标的物为目标公司股权;(3)并购交易金额与并购公告前第30个交易日并购公司流通市值之比不少于8%<sup>①</sup>,以确保该并购事件的重要性;(4)并购双方不存在关联关

<sup>①</sup>为使结论稳健,我们还采用5%、6%、7%、9%、10%作为标准来筛选样本进行回归分析,但结论不变。

系;(5) 并购双方都不是金融类公司;(6) 并购公司高管变更信息可获得;(7) 同一公司的同一高管如果实施两起或两起以上满足上述条件的并购案,则取第一起为研究对象。根据上述标准,筛选得到209家上市公司高管实施的209起并购事件。研究所需数据均来自CSMAR数据库及Wind数据库。

## 2、变量定义与计算

(1) 高管变更(CEO Turnover)。本文高管指CEO,或称总经理、总裁。借鉴Lehn & Zhao(2006)及吴超鹏、叶小杰和吴世农(2011),本文将“高管非自愿变更”定义为:因内部治理机制约束、公司控制权转移或公司破产而导致的高管被非自愿地变更。因内部治理机制约束导致高管非自愿变更包括如下两种情况:高管被解聘或降职;高管年龄在60岁以下,且高管变更公告中未明确指明是因身体原因、个人原因、转任董事长或其他公司高管等相当职务。因控制权转移导致高管非自愿变更是指,在高管任期内,公司第一大股东发生变更,高管因此被变更。由此,我们获得高管变更哑变量,若并购公司高管在实施并购三年内被非自愿变更,则该变量取1,否则取0。

(2) 并购短期绩效,以时间窗口为[-2,2]的累计超额收益CAR来度量。本文采用市场模型法来计算超额收益AR,即 $AR_{it} = R_{it} - \alpha_i - \beta_i R_{mt}$ 。其中, $\alpha_i$ 和 $\beta_i$ 是采用并购公告日前330个交易日到前31个交易日的收益率数据进行估计。时间窗口[-2,2]各交易日的 $AR_{it}$ 之和即为累计超额收益CAR。我们还用[-1,1]、[-5,5]等时间窗口的CAR来度量并购短期绩效,发现研究结论不受时间窗口选择影响。

(3) 并购长期绩效,采用以下两个变量度量:一是并购后三年购买-持有超额收益率(BHAR),等于并购公司自并购完成后31天到完成后三年,经市场收益率调整的购买-持有超额收益;二是并购后三年ROA,等于公司并购后三年平均ROA减去同期行业平均ROA。

(4) 高管政治关联。高管政治关联度量方法借鉴Fan等(2007)及罗党论和甄丽明(2008):若高管在中央或地方各级政府、人大、政协等部门任过职,则取1,否则取0。我们首先查找Wind数据库披露

的董事会或管理层信息中的个人简历,若个人简历信息不全,则通过新浪财经和百度搜索查询和确认。

(5) 媒体监督程度。本文采用两个指标度量媒体监督程度:一是媒体负面报道数量(Dyck等,2008;李培功和沈艺峰,2010)。我们通过CNKI《中国重要报纸全文数据库》检索媒体在并购前三个月到并购后三年内对这些大型并购案的负面报道;<sup>①</sup>二是采用喻国明(2010)编制的“中国传媒发展指数”(CMDI)衡量各地区媒体监督程度。

(6) 控制变量(Controls)。现有文献表明,高管年龄、高管任期、高管持股比例、董事会特征(即高管与董事长是否两职合一、董事会规模、独立董事比例)、股权结构特征(即是否民营企业、股权集中度、股权制衡度)等,都会影响公司治理效率,可能影响高管变更概率(Goyal & Park,2002;Lehn & Zhao,2006;Pi & Lowe,2010;吴超鹏等,2011),因此,本文在模型中对这些治理因素加以控制。考虑到高管被变更,可能由于并购前公司业绩不佳,并非并购所致,本文加入以下两指标来度量并购前公司业绩:一是并购前三年BHAR,等于并购公告前三年到公告前31天经过市场收益调整的购买-持有超额收益;二是并购前三年的ROA,等于并购公告前三年的平均ROA减去同期行业平均ROA。目标公司相对于并购公司的规模越大,并购决策失误对公司业绩的负面影响越大,故高管被变更概率越高。因此,本文加入并购规模作为控制变量,并购规模等于并购交易金额与并购公告前30个交易日并购公司流通市值之比。

## 四、实证研究结果与分析

### 1、变量描述性统计

各变量描述性统计结果如表1所示。总体上看,209个样本中,有63个样本公司的高管在实施并购后被撤换,占比为30.1%。高管有政治关联背景的公司为60家,占比为28.7%。并购后企业绩效相对于并购前有所下降。在209个样本中,有53起并购案在并购前三个月到并购后三年内出现媒体负面报道,占比25.4%。各省媒体监督程度存在显著差异。

<sup>①</sup>《中国重要报纸全文数据库》收录了2000年以来国内公开发行的500多种重要报纸,具有较强的代表性。具体方法为,以并购公司名称(包括简称)和并购标的名称作为关键词,进行全文检索,然后详细查阅每一篇报道内容,判断是否属于负面报道,并剔除简单转载以免重复计算。为了减少主观判断差异,搜集人员分两组分别进行独立判断,少数意见差异较大的样本由两组讨论决定。

表1 变量描述性统计

	均值	标准差	最小值	中位数	最大值	观测数
A 栏: 因变量						
高管变更	0.301	0.460	0.000	0.000	1.000	209
B 栏: 解释变量						
并购短期绩效(CAR)	0.007	0.081	-0.258	0.006	0.332	209
并购前三年(Pre_ROA)	0.011	0.066	-0.270	0.013	0.351	209
并购后三年(Post_ROA)	-0.028	0.143	-1.626	0.002	0.165	209
并购前三年(Pre_BHAR)	0.437	2.164	-1.271	-0.111	17.242	209
并购后三年(Post_BHAR)	0.323	0.724	-2.244	0.138	4.116	209
政治关联	0.287	0.453	0.000	0.000	1.000	209
媒体负面报道数量	0.756	2.09	0	0	18	209
ln(媒体负面报道数量+1)	0.300	0.590	0	0	2.94	209
中国传媒发展指数	59.465	12.391	33.270	54.260	76.330	209
C 栏: 控制变量						
并购规模	0.206	0.168	0.055	0.144	0.768	209
高管年龄	44.713	6.382	30.000	45.000	61.000	209
高管任期	3.032	9.551	0.011	1.586	8.842	209
高管持股比例	0.004	0.032	0	0	0.333	209
两职合任	0.124	0.331	0.000	0.000	1.000	209
董事会规模	10.244	2.448	4.000	10.000	19.000	209
独立董事比例	0.280	0.129	0.000	0.308	0.750	209
是否民营企业	0.383	0.487	0.000	0.000	1.000	209
股权集中度	0.381	0.169	0.032	0.336	0.864	209
股权制衡度	-5.058	2.382	-11.875	-4.416	-1.267	209

2、回归结果分析

(1) 并购绩效与高管变更关系。为了检验并购绩效对高管被非自愿变更概率的影响,本文构建如下 Logit 模型:

$$\text{logit}(CEO\text{turnover}) = \alpha + \beta_1 CAR + \beta_2 Post\_BHAR + \beta_3 Post\_ROA + \beta_4 Controls + YearDummy + Ind\_Dummy + \varepsilon \quad (1)$$

其中,控制变量中的公司治理变量取值时点为:若高管变更,则取最接近于高管变更公告时点的治理指标;若高管未变更,则取最接近于并购公告三年后的治理指标。模型中还加入年度哑变量(Year-Dummy)和行业哑变量(Ind-Dummy)以控制年度和交购方所在行业因素的影响,其中行业划分方法是基于证监分行业分类标准的一级分类进行划分的。

我们对回归模型的标准误进行异方差调整,以

获得较准确的 z 统计量。实证研究结果如表 2 所示。模型(1)回归结果列示于表 2 的第 1、2 列中。由第 1 列可知,高管被非自愿变更的概率与高管所实施并购的短期绩效 CAR 和并购后三年 BHAR 均呈显著负相关关系。并购后经行业调整的 ROA 不显著影响高管被非自愿变更概率。其可能原因是,高管为避免被变更很可能通过盈余管理粉饰会计业绩,从而导致会计业绩对高管变更概率的影响减弱。第 2 列是在第 1 列的基础上控制并购前业绩、公司治理变量影响。从回归结果可知,并购前三年经行业调整的 ROA 越差、并购规模越大、董事会规模越小,则高管被非自愿变更的概率越高,而加入控制变量后,并购短期绩效 CAR 和长期绩效并购后三年 BHAR 的回归系数仍显著为负。研究结果在一定程度上支持研究假设 1。

表2 并购绩效与高管非自愿变更之间关系及政治关联的影响

因变量	高管变更概率					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
模型						
样本	全样本	全样本	政治关联样本	无政治关联样本	全样本	全样本
并购短期绩效 CAR	-3.773* (-1.78)	-4.344** (-1.98)	-3.342 (0.52)	-5.053* (-1.82)		-5.304** (-2.28)

因变量 模型	高管变更概率					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
样本	全样本	全样本	政治关联样本	无政治关联样本	全样本	全样本
并购后三年 <i>Post_BHAR</i>	-0.348* (-1.68)	-0.376* (-1.72)	-0.079 (0.09)	-0.782*** (-2.66)	-0.552** (-2.34)	
并购后三年 <i>Post_ROA</i>	0.858 (0.61)	1.197 (0.79)	3.201 (0.54)	0.815 (0.56)	1.058 (0.74)	1.163 (0.77)
政治关联 × <i>CAR</i>					-5.824 (-1.31)	
非政治关联 × <i>CAR</i>					-4.742* (-1.81)	
政治关联 × <i>Post_BHAR</i>						0.122 (0.23)
非政治关联 × <i>Post_BHAR</i>						-0.724*** (-2.66)
政治关联					-1.562*** (-3.29)	-1.435*** (-3.08)
并购前三年 <i>ROA</i>	-5.771** (-2.13)	-4.819* (-1.75)	-5.953 (0.74)	-7.047** (-1.98)	-5.057* (-1.75)	-4.942* (-1.72)
并购前三年 <i>BHAR</i>	-0.022 (-0.25)	-0.030 (-0.32)	-0.194 (0.56)	0.036 (0.32)	-0.001 (-0.0100)	0.003 (0.028)
并购规模	1.597* (1.67)	1.872* (1.84)	-0.710 (0.18)	2.675** (2.01)	1.900* (1.74)	1.976* (1.80)
高管年龄		0.031 (1.14)	-0.018 (0.19)	0.085** (2.29)	0.062** (2.11)	0.069** (2.30)
高管任期		0.004 (0.17)	0.215 (0.93)	0.005 (0.15)	0.005 (0.20)	0.005 (0.17)
高管持股比例		-0.826 (-1.59)	-	-0.881 (-1.56)	-1.023* (-1.85)	-0.989* (-1.76)
两职合任		0.031 (0.058)	3.284 (2.28)**	-0.889 (-0.91)	0.615 (1.03)	0.655 (1.10)
董事会规模		-0.142* (-1.74)	-0.104 (0.39)	-0.279** (-2.52)	-0.180** (-2.11)	-0.186** (-2.16)
独立董事比例		-2.547* (-1.86)	1.216 (0.34)	-5.237*** (-2.80)	-3.191** (-2.18)	-3.191** (-2.19)
是否民营企业		0.027 (0.066)	-0.710 (0.53)	-0.011 (-0.021)	-0.254 (-0.58)	-0.250 (-0.57)
股权集中度		-1.206 (-0.91)	5.128 (1.33)	-2.018 (-1.19)	-1.466 (-1.05)	-1.375 (-0.98)
股权制衡度		-0.003 (-0.028)	0.513 (1.55)	-0.010 (-0.089)	0.031 (0.33)	0.033 (0.35)
年度效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	-1.247*** (-3.66)	0.184 (0.11)	-2.983 (0.59)	0.886 (0.41)	0.048 (0.027)	0.240 (0.14)
样本观测数	209	209	60	149	209	209
<i>Pseudo R</i> <sup>2</sup>	0.065	0.119	0.290	0.209	0.168	0.176

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别表示 1%、5%、10% 显著性水平。高管持股比例均值太小,为避免回归系数太大,故以万分之一为单位。

(2) 政治关联的影响。为了检验政治关联对并购绩效与高管变更之间关系的影响,将研究样本区分为高管有政治关联和高管无政治关联两个子样本,分别对模型(1)进行回归分析。结果列示于表 2

的第 3、4 列中。并购绩效与高管变更之间显著的负相关关系仅存在于高管无政治关联的子样本中,在高管有政治关联的子样本中该关系并不显著,这意味着,当高管有政治关联背景时,其并购绩效好

坏对其被非自愿变更的概率没有显著影响。除了采用上述分样本回归的方法,本文还采用交乘项回归分析方法进行再检验,在模型(1)中加入了政治关联×并购绩效、非政治关联×并购绩效两个交乘项,以及政治关联哑变量。交乘项回归结果列示于表2的第5列和第6列中。由第5列可知,非政治关联哑变量与并购短期绩效CAR之间的交乘项回归系数显著为负,而政治关联哑变量与CAR的交乘项回归系数不显著。这一结果再次表明,对于有政治关联背景的高管,并购短期绩效CAR对其被变更的概率没有显著影响。第6列中,将第5列中的并购短期绩效CAR替换成长期绩效——并购后三年BHAR再次进行回归分析,发现结论仍然稳健。上述实证结果支持假设2。

(3) 媒体监督与政治关联高管被非自愿变更概率的关系。为了考察媒体能否发挥治理功能,本文将研究样本缩小为并购短期绩效CAR为负的99个样本。采用模型(2)检验这些并购绩效不佳的高管,其政治关联性是否影响其被变更概率,模型如下所示:

$$\text{logit}(CEO\ turnover) = \alpha + \beta_1 \text{political connection} + \beta_2 \text{Controls} + \text{YearDummy} + \text{Ind\_Dummy} + \varepsilon \quad (2)$$

对模型(2)的标准误进行异方差调整,以获得较准确的z统计量。模型(2)的估计结果如表3所示。其中,第1列仅控制年度和行业哑变量,而第2列则加入全部控制变量。第1列和第2列的结果均表明,高管政治关联哑变量的回归系数显著为负,这与表2的研究结果一致,亦即对于并购绩效不佳的高管,政治关联背景不啻于一道“护身符”,可以庇护他们免遭撤换。

表3第3列和第4列中,按照并购前三个月到并购后三年媒体负面报道数目的中位数,把样本划分为负面报道较多和较少两个子样本,分别对模型

(2)进行回归分析。在负面报道较少样本中,政治关联高管并购败绩后被变更的概率仍然显著较低(第4列)。但是,在负面报道较多样本中,政治关联哑变量回归系数为正,且统计上不显著(第3列)。可见,当媒体对并购事件的负面报道较多时,高管的政治关联背景并不能起到“护身符”的作用,他们被变更概率与非政治关联高管无显著差异。值得一提的是,考虑到媒体负面报道较多可能只是反映了并购绩效较差,在第3列和第4列中控制了并购绩效,以使媒体负面报道数量可以更纯粹地反映舆论压力。

表3第5列中,采用交乘项回归分析对第3列和第4列结果进行再检验,在模型(2)中加入了政治关联哑变量×ln(媒体负面报道次数+1),以及ln(媒体负面报道次数+1)。回归结果表明,政治关联背景可以降低高管并购败绩后被撤换的概率,但媒体负面报道数目增加可以减弱这种效应,使得政治关联高管并购败绩后被撤换概率增加。

表3第6列~第8列中,采用各省传媒发展指数来度量媒体监督程度,重新进行第3列~第5列的分析。第6列和第7列中,按照公司所在省份“传媒发展指数”(CMDI)高低将样本划分为公司所在地媒体监督较好和监督不力的两类子样本,分别进行模型(2)的回归分析。结果表明,在媒体监督不力地区,高管的政治关联背景会显著地降低其并购败绩后被变更的概率(第7列);在媒体监督较好地区,这一现象则不显著(第6列)。可见,只有当媒体监督不力时,高管的政治关联背景才可以起到“护身符”的作用。第8列中,采用交乘项回归分析方法进行检验。结果表明,虽然政治关联高管并购败绩后更不容易被变更,但是,在媒体发展较好、媒体监督功能较强地区,这种效应显著减弱。因此,表3结果支持假设3。

表3 媒体监督对政治关联高管并购败绩后被变更概率的影响

因变量 模型	高管变更概率							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
样本	全样本	全样本	媒体负面报道较多样本	媒体负面报道较少样本	全样本	传媒发展指数较高地区样本	传媒发展指数较低地区样本	全样本
政治关联	-1.166** (2.35)	-1.132* (1.77)	0.944 (0.74)	-8.207** (2.48)	-3.009*** (2.91)	1.301 (0.91)	-3.166* (1.90)	-1.779* (1.88)
政治关联×ln(媒体负面报道数量+1)					1.021** (2.34)			

因变量 模型	高管变更概率							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
样本	全样本	全样本	媒体负面报道较多样本	媒体负面报道较少样本	全样本	传媒发展指数较高地区样本	传媒发展指数较低地区样本	全样本
$\ln(\text{媒体负面报道数量} + 1)$					0.003 (0.01)			
政治关联 × 传媒发展指数较高地区哑变量								1.453** (2.10)
传媒发展指数较高地区哑变量								-1.287* (1.93)
并购短期绩效 CAR		1.012 (0.22)	21.143 (1.40)	-27.151 (1.50)	-0.627 (0.13)	-44.630** (2.23)	-3.001 (0.36)	-0.561 (0.11)
并购前三年 ROA		-9.766* (1.82)	-38.697** (2.54)	-88.641** (1.99)	-12.365* (1.88)	-28.936* (1.88)	-17.123 (1.11)	-9.605** (2.02)
并购后三年 ROA		2.568 (1.00)	25.418* (1.92)	-14.493 (1.18)	3.258 (1.18)	57.905*** (3.94)	-0.269 (0.05)	2.586 (1.10)
并购前三年 BHAR		-0.071 (0.88)	-0.517* (1.82)	2.237 (1.28)	-0.145 (1.30)	-1.640 (1.58)	0.022 (0.11)	-0.073 (0.80)
并购后三年 BHAR		-0.445 (1.19)	-0.808 (1.55)	-0.744 (0.90)	-0.443 (1.11)	-4.921 (1.32)	-0.020 (0.04)	-0.482 (1.29)
并购规模		-0.484 (0.34)	-4.572* (1.73)	4.976 (1.24)	-0.748 (0.49)	7.336* (1.86)	3.633 (0.73)	0.860 (0.58)
高管年龄		0.030 (0.73)	0.097 (0.86)	-0.501 (1.44)	0.035 (0.85)	-0.211** (2.06)	0.091 (0.95)	0.031 (0.69)
高管任期		-0.016 (0.79)	0.575 (1.55)	-0.074 (1.32)	-0.016 (0.76)	0.103*** (2.67)	0.324 (1.26)	-0.006 (0.30)
高管持股比例		-0.520 (1.04)	-3.300 (1.20)	-	-0.759 (1.44)	-34.402*** (3.12)	-0.560 (1.04)	-0.546 (0.98)
两职合任		0.400 (0.43)	-1.314 (0.75)	-	0.205 (0.22)	-4.374* (1.67)	2.667 (1.36)	0.696 (0.80)
董事会规模		-0.140 (0.97)	-0.350 (1.37)	-0.859* (1.73)	-0.195 (1.29)	-2.639*** (3.38)	-0.068 (0.42)	-0.119 (0.78)
独立董事比例		-2.257 (1.30)	-3.489 (0.92)	-18.974** (2.26)	-2.807 (1.48)	-25.154*** (3.77)	-0.138 (0.04)	-1.941 (1.14)
是否民营企业		0.676 (1.00)	4.184 (1.38)	2.987* (1.70)	0.776 (1.03)	-1.337 (0.79)	0.140 (0.13)	0.719 (1.08)
股权集中度		1.669 (0.78)	5.162 (1.50)	10.173 (1.29)	1.665 (0.75)	15.419 (1.03)	0.601 (0.15)	1.880 (0.85)
股权制衡度		-0.007 (0.05)	-0.063 (0.26)	0.079 (0.22)	-0.050 (0.35)	0.582 (0.87)	0.104 (0.37)	-0.002 (0.01)
年度效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	-0.554 (1.31)	-0.086 (0.03)	0.435 (0.10)	27.853 (1.45)	0.136 (0.05)	40.809 (3.82)***	-5.073 (1.27)	-0.396 (0.13)
样本观测数	99	99	47	52	99	46	53	99
Pseudo R <sup>2</sup>	0.059	0.164	0.354	0.607	0.207	0.599	0.287	0.192

注: 回归系数下方括号的数字为经过异方差调整的 z 统计量。\*\*\*、\*\*、\* 分别表示 1%、5%、10% 显著性水平。

### 五、研究结论及启示

本文通过我国 1998 ~ 2008 年 209 起大型并购

案展开实证分析,发现并购短期和长期绩效越差的公司,并购后三年内高管越容易被非自愿变更,但是,政治关联高管即使并购绩效差也较不容易被变

更。进一步考察媒体的作用发现,当媒体对并购事件的负面报道次数较多,或者公司位于传媒发展较好的省份时,高管的政治关联背景并不能起到“护身符”的作用,他们并购败绩后被变更概率与非政治关联高管无显著差异。可见,当政治关联高管损害股东利益时,媒体可以发挥公司治理功能,通过舆论压力迫使董事会惩罚甚至撤换这些高管。

根据研究结论,我们认为,上市公司股东必须

认识到高管政治关联可能带来的危害,致力于完善公司治理内部机制,对有政治关联的高管施加必要约束,规范上市公司并购决策过程,及时惩处和撤换损害公司利益的高管人员。为了充分发挥媒体对资本市场和上市公司的监督作用,一方面,要推动媒体发展,特别是发展一批专业性的财经类媒体;另一方面,监管层和政府应该鼓励媒体对上市公司进行监督,并从法制上加以保障。

参考文献:

- [1]Chang E. and S. Wong. Governance with Multiple Objectives: Evidence from Top Executive Turnover in China[J]. Journal of Corporate Finance 2009 (15).
- [2]Clayton M. ,J. Hartzell , and J. Rosenberg. The Impact of CEO Turnover on Equity Volatility [J]. Journal of Business , 2005 ( 78) .
- [3]DyckA. ,N. Volchkova , and L. Zingales. The Corporate Governance Role of the Media: Evidence from Russia [J] , Journal of Finance , 2008 ( 63) .
- [4]Faccio M. Politically Connected Firms [J]. American Economic Review , 2006 ( 96) .
- [5]FanJ. , T. Wong and T. Zhang. Politically Connected CEOs , Corporate Governance , and Post-IPO Performance of China's Newly Partially Privatized Firms [J]. Journal of Financial Economics , 2007 ( 84) .
- [6]Goyal , V. K. and C. W. Park. Board Leadership Structure and CEO Turnover [J]. Journal of Corporate Finance , 2002 , ( 8) .
- [7]Hermanlin B. E. , and M. S. Weisbach. Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO [J]. American Economic Review , 1998 , ( 88) .
- [8]Jensen M. C. and K. J. Murphy. Performance Pay and Top-Management Incentives [J]. Journal of Political Economy , 1990 , ( 98) .
- [9]Laux , V. Board Independence and CEO Turnover [J]. Journal of Accounting Research , 2008 , ( 46) .
- [10]Lehn K. M. and M. Zhao. CEO Turnover after Acquisitions: Are Bad Bidder Fired? [J]. Journal of Finance , 2006 , ( 61) .
- [11]Leuz C. and F. Oberholzer-Gee. Political Relationships , Global Financing , and Corporate Transparency: Evidence from Indonesia [J] , Journal of Financial Economics , 2006 ( 81) .
- [12]Lipton M. and J. W. Lorsch. A Modest Proposal for Improved Corporate Governance [J]. The Business Lawyer , 1992 , ( 48) .
- [13]Miller G. The Press as a Watchdog for Accounting Fraud [J]. Journal of Accounting Research , 2006 ( 44) .
- [14]Pi L. and J. Lowe. Can a Powerful CEO Avoid Involuntary Replacement? -An Empirical Study from China [J]. Asia Pacific Journal of Management 2010 ( 10) .
- [15]李培功,沈艺峰. 媒体的公司治理作用:中国的经验证据 [J]. 北京: 经济研究, 2010, (4).
- [16]罗党论,甄丽明. 民营控制、政治关系与企业融资约束——基于中国民营上市公司的经验证据 [J]. 北京: 金融研究, 2008, (12).
- [17]吴超鹏,叶小杰,吴世农. 并购败绩后撤换 CEO 吗? ——我国上市公司内外部治理机制有效性检验 [J]. 北京: 经济管理, 2011, (5).
- [18]吴文锋,吴冲锋,芮萌. 中国上市公司高管的政府背景与税收优惠 [J]. 北京: 管理世界 2009 (3).
- [19]喻国明. 中国传媒发展指数报告(2009) [M]. 北京: 人民日报出版社, 2010.
- [20]游家兴,徐盼盼,陈淑敏. 政治关联、职位壕沟与高管变更 [J]. 北京: 金融研究, 2010, (4).
- [21]张俊生,曾亚敏. 董事会特征与总经理变更 [J]. 天津: 南开管理评论, 2005, (8).



## The Role of Media in Replacing Politically Connected CEOs: Evidence from China

WU Chao-peng, YE Xiao-jie, WU Shi-nong

(School of Management, Xiamen University, Xiamen, Fujian, 361005, China)

**Abstract:** One unique feature of Chinese listed companies is that many of their CEOs are politically connected. According to Fan, Wong and Zhang (2007), 27% of the CEOs in Chinese listed companies serve as current or former government bureaucrat, i. e., they have political connection. Although politically connected CEOs are detrimental to shareholders' interests (Leuz and Oberholzer-Gee, 2006; Fan, et. al., 2007), the political power increases their ability to be insulated from involuntary replacement by internal governance (Pi and Lowe, 2010). Recent studies document that media act positively in improving corporate governance (Dyck and Zingales, 2008; Li and Shen, 2010, etc.). However, none of them indicate the role of media in disciplining politically connected CEOs. This paper fills the gap by examining whether media shaming could increase the likelihood that politically connected CEOs will be replaced after they made "bad" acquisitions.

We propose that there are two main mechanisms through which media have an effect. First, the criticisms of "bad" acquisitions in the press could shame the CEOs to resign, or exert pressure on board of directors to replace the CEOs. Second, media pressure forces regulators into action and even trigger some legal punishment of CEOs' misbehavior.

To test our hypothesis, we study the case of China over the 1998 to 2008 period. The cultural and institutional setting of China offers us a useful laboratory setting for such a study: First, shaming, or put other people to shame, is part of the Confucian cultural heritage. When other people pointed out the misbehavior of a righteous person, he will feel shameful, remorse, and will try to remedy it. Therefore, under such a cultural environment, media shaming is more likely to play a role in reducing corporate governance violation. Second, China is characterized by a vast diversity across provinces. China was split into small and independent countries in 65% of the time in China's history, from 841 BC to 1911 AD. Different provinces in this most populous country have different levels of marketization, legal environment and government interference. As a result, the development of media supervision system also varies greatly across the provinces (Yu, 2010). China, therefore, is a good candidate for studying the effects of media supervision at the provincial level on disciplining politically connected CEOs.

In analyzing the effect of media supervision, we utilize two measures of media supervision on acquisition transactions. The first measure is the number of articles in newspapers gives negative comments on the acquisition in a period from 3 months prior to the first bid to 3 years after the deal completes. The second measure is Yu's (2010) China Media Development Index (CMDI) which measures the development of media supervision system at the provincial level. Based on a sample of 209 large acquisitions made by Chinese listed companies during 1998 to 2008, we find that a significant inverse relation exists between acquisition performance and the likelihood of CEO turnover. However, this inverse relation is weaker for politically connected CEOs. We further show that although the political connection could protect CEOs from being fired after conducting bad bids, this effect is reduced as the increase of negative media coverage and if the companies are located in the provinces with stronger media supervision.

Our paper contributes to a growing number of studies on the real effects of media coverage. Previous literatures show that media pressure could curb private benefits (Dyck and Zingales, 2004), acts as "watchdog" for accounting fraud (Miller, 2006), improve the board quality (Joe et al., 2009), and reduce corporate governance violation (Dyck and Zingales, 2008). Our paper expands the existing work by illuminating the cultural foundation of the mechanism through which media could discipline politically connected CEO. Our results also provide plenty of policy suggestions on how to make better use of governance role of media in China and other Confucianism-dominated Asian countries.

**Key Words:** political connection; media supervision; CEO turnover

(责任编辑: 弘毅)