

学校编码: 10384
学 号: 200215003

分类号 _____ 密级 _____
UDC _____

学位论文

高管变更的市场反应研究

A Study on the Market Reaction of Top Management Turnover

傅 仁 辉

指导教师姓名: 李 常 青 副教授

申请学位级别: 硕 士

专 业 名 称 : 企 业 管 理 (理 财 学)

论文提交日期: 2 0 0 5 年 5 月

论文答辩日期: 2 0 0 5 年 6 月

学位授予单位: 厦 门 大 学

学位授予日期: 2 0 0 5 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2 0 0 5 年 5 月

摘 要

作为公司治理的一个重要组成部分,高管变更研究很长一段时间以来就是国外财务学界比较活跃的研究领域之一,而在国内,这方面的研究还相对比较匮乏。本文立足于加深对高管变更,特别是高管变更市场反应的了解。

本文首先对国内外财务界在该领域的研究进行较为全面的介绍和评价,概括了高管变更研究的难点和进一步研究的方向。然后,本文主要对高管变更的市场反应进行研究分析。研究发现,总体上,市场对高管变更的反应不显著为负;具体来说,市场对小公司高管变更和正常情况下发生的高管变更的反应显著为负,对强制高管变更反应显著为正,其它因素以及交互作用对高管变更的市场反应影响不显著。对财务总监变更来说,我国财务总监变更之前公司业绩并没有显著下滑,在变更之后有所改善;股票市场总体上对财务总监变更的反应不显著为正。

本文的特色之处在于: 1、本文首次将高管变更研究的范畴拓展到副董事长、副总经理和财务总监等其他在公司经营中发挥重要作用的高管。2、本文首次将高管变更的类型分为三类,即高管双向变更、高管离职和高管新任三种类型。3、本文首次将高管变更的对象局限到每次单个高管变更,不包括多个高管的同时变更。4、本文拓展了国内关于高管变更影响因素研究的范围,除了分析国内相关研究中涉及到的公司业绩等传统关注因素以外,还研究了其它影响市场反应的重要因素,例如高管来源、离职原因等。5、本文采用国外研究中规范的算法来计量超额收益率,并以此来研究高管变更的市场反应。6、本文采用国外研究中较通行的行业调整的业绩来反映公司业绩。

关键词: 高管变更; 公司治理; 市场反应; 财务总监

Abstract

As one of the key parts of corporate governance, top management turnover has been one of the hottest subjects in the international financial studies for a long time. However, such kind of research in mainland China is still few. This paper aims to make a deeper understanding to top management turnovers, especially the market reaction of top management turnover.

At first, the paper makes a comprehensive introduction to the research results of financial academic field, including international and national financial academia, and summarizes the difficulties and the direction of future research in the field. Then, the paper analyzes the market reaction of top management turnover in China. The author finds that on the whole the market has an insignificantly negative reaction to the top management changes. Specifically, the market reaction to top management turnover in small firms and normal top management changes is significantly negative, while to forced top management turnover the reaction is significantly positive, and there is no significant market reaction to top management turnover caused by other factors and interactions of them. In the specific field of CFO turnover, CFO turnover is preceded by an insignificant increase in the operating return in the pre-period, while followed an improvement in the operating return after the turnover; announcements of CFO turnover are associated with an insignificant stock price reaction generally.

Characteristics of this paper are stated as follows. First, it enlarges the scope of top management from CEO, chairman and president to other positions such as vice chairman, vice president, CFO etc. Secondly, the paper classifies the announcement of administrative changes into three kinds, i.e. two-way turnover, departure and promotion of top management. Thirdly, this paper excludes those samples that multiple officers change simultaneously and only examine the turnovers involved with only one manager. Fourthly, the paper

broadens those traditional-examined factors influencing the market reaction to more factors such as the source of successor, the dismissal reason etc. Fifthly, this paper uses the standard method of international research to calculate the abnormal return to reflect the market reaction, different from those made before in China. Finally, the paper uses the industry-adjusted performance, other than the market-adjusted performance that is usually used by former relevant research in China, to reflect the firm performance.

Key words: Top management turnover; Corporate governance; Market reaction; Chief financial officer

目 录

第一章 文献回顾	1
一、引言.....	1
二、高管变更影响因素研究.....	2
(一) 公司业绩.....	2
(二) 董事会.....	3
(三) 接任者来源.....	4
(四) 公司规模及其与接任者来源的关系.....	5
(五) 行业.....	6
(六) 其它因素.....	7
三、高管变更的效果研究.....	7
(一) 公司业绩.....	8
(二) 市场反应.....	9
(三) 其他方面.....	11
四、国内在该领域的研究.....	12
五、高管变更研究面临的困难和未来研究的方向.....	13
第二章 研究设计	16
一、研究思路.....	16
二、数据收集的范围.....	18
三、样本数据的描述.....	19
四、数据的计算.....	22
(一) 正常收益与超常收益的确定.....	22

(二) 公司业绩的度量	23
(三) 公司规模的程度	25
第三章 实证结果及其分析	27
一、总体分析	27
二、因素分析	30
(一) 变更职位	31
(二) 公司业绩	32
(三) 接任者来源	32
(四) 公司规模	33
(五) 离职原因	33
三、因素交互作用分析	34
(一) 公司规模与接任者来源	35
(二) 离职原因与接任者来源	35
(三) 公司业绩与接任者来源	36
(四) 行业与接任者来源	36
(五) 公司业绩与离职原因	37
四、回归分析	37
第四章 财务总监变更分析	40
一、财务总监变更理论回顾	40
(一) 财务总监为什么变更	41
(二) 财务总监变更的效果	42
二、我国财务总监变更分析	43
(一) 样本选取与样本描述	44
(二) 财务总监变更的市场反应	47

(三) 财务总监变更前后公司业绩的变化.....	49
三、结论.....	50
第五章 结论与局限性.....	52
一、主要研究结论.....	52
二、本文的特色.....	53
三、局限性和后续研究方向.....	54
参考文献.....	56

厦门大学博士论文摘要

厦门大学博硕士学位论文摘要库

Contents

Chapter 1 Literature Review.....	1
1. Introduction.....	1
2. The Research of Factors Influencing Top Management Turnover.....	2
3. The Research of Results of Top Management Turnover.....	7
4. The Research in Mainland China.....	12
5. Difficulties and Direction of the Research of Top Management Turnover.....	13
Chapter 2 Research Design	16
1. Basic Assumption.....	16
2. Scope of Data Collection.....	18
3. Data Description.....	19
4. Data Calculation.....	22
Chapter 3 Empirical Results and Analysis	27
1. General Analysis	27
2. Analysis of factors.....	30
3. Interactions among variables.....	34
4. Regression Analysis	37
Chapter 4 Analysis of CFO Turnover.....	40
1. Review of CFO Turnover Theory	40
2. Analysis of CFO Turnover in Mainland China	44
3. Conclusions	51
Chapter 5 Conclusions and Limits	52
1. Main Conclusions.....	52
2. Characteristics	53
3. Limits and Unsolved Questions	54
Reference	56

厦门大学博硕士学位论文摘要库

第一章 文献回顾

一、引言

高管是一个企业的核心和灵魂,高管的称职与否是企业经营成败的关键。一般情况下,企业的战略、计划以及其它重大决策均由其高管决定,高管也因而对企业的业绩以及经营管理的其它方面负有不可推却的责任。所以,毫无疑问,高管变更是影响企业经营的重要方面。随着证券市场的不断发展和完善,上市公司高管变更也变得日益频繁。与此同时,高管变更现象也越来越受到人们的重视。

对于这种现象,人们通常会有许多疑问。首先,高管为什么变更?是因为公司的经营出了什么问题吗?还是因为公司有了更优秀的高管人选?还是其它的原因?另外,高管变更对公司会产生什么样的影响?公司的经营会得到改善吗?公司的内部治理等会发生怎样的变化?作为一个投资者,又应该如何应对?

高管变更^①研究也主要致力于回答上述问题。首先,它要解决高管变更与公司治理的关系问题。公司治理主要由两部分组成,外部的控制权市场和内部监控机制。外部控制权市场包括代理权之争,直接收购股票,兼并等。公司内部监控机制包括董事会、经理之间的竞争,大股东的监督等。内部控制的措施包括对经理的有效补偿,更换高管等。在外部的兼并压力和内部的有效监控下,经理们会倾向于更加努力工作,从而最大化股东财富,这也正是公司有效治理的目的。勿容置疑,良好的公司治理是有利于及时更换掉不合格的高管和挑选最有利于公司发展的高管。因此,高

^①本文所指的高管变更不包括由于大股东变更等股权因素而产生变更,相应的,本文所指的高管变更研究也不包括此类高管变更的研究。理由是,笔者认为,股权因素产生的高管变更更多的是兼并收购研究的范畴。

管变更也就成为检验公司治理效率的一个窗口。透过高管变更这个现象，笔者就可以看出公司治理中存在的问题。其次，它要解决高管变更对公司各个方面的影响问题，这其中包括对公司以后经营业绩、对公司内部治理和对公司高管变更期间股价等的影响。从公司利益出发的高管变更通常会使得公司以后的业绩提高、内部治理改善和股价上涨等，其它因素导致的高管变更则不一定会产生上述良性影响。高管变更影响研究的主要目的也就是根据一些特定条件和公司内部治理特征，来判断高管变更对公司方方面面的影响。

纵观研究文献，高管变更研究主要分为两类^②，一类研究高管变更的影响因素，另一类研究高管变更以后的效果。这两类研究之间的关系，是相互依赖和相互补充的。

二、高管变更影响因素研究

关于高管变更影响因素的研究，主要讨论了包括 CEO、董事长在内的高管变更与公司业绩、公司董事会、接任者来源、公司规模、公司所属行业之间关系等，即致力于解决高管为什么变更的问题。

（一）公司业绩

影响高管变更的因素首推公司业绩。作为评价、考核高管的重要指标之一，公司业绩在高管变更中历来扮演着重要的角色。大量的高管变更就是由于公司业绩下降造成的，公司业绩越差，高管变更的概率越高（Weisbach, 1988; Warner, Watts & Wruck, 1988; Coughlan & Schmidt, 1985; Neumann & Voetamnn, 1999; Gaullagher & Nadarajah, 2003）。有研究表明，

^② Kesner和 Sebor (1994) 的研究将高管变更研究划分为四个方面，即变更前因，变更事件本身，变更后果以及变更可能性。由于高管变更前因和变更可能性研究范围部分重复而且一定程度上将较难区分，并且高管变更事件本身的研究到目前为止还很少，所以我们一律将它们归为高管变更影响因素研究中，高管变更后果研究也就对应着本文的高管变更影响研究。

世界上大公司由于业绩原因导致的高管变更越来越多 (Lucier, Schuyt & Spiegel, 2003)。

然而, 公司业绩对高管变更的影响又有以下特点: 首先, 当公司业绩下降时, 高管变更的概率增加; 而当公司业绩上升时, 高管变更的概率并不会减少 (Goldman, Hazarika & Shivdasani, 2003)。其次, 对于经营范围分散的公司来说, 公司业绩对高管变更的影响不大; 而对经营范围集中的公司来说, 则影响较大 (Berry, Bizjak, Lemmon & Naveen, 2002)。再次, 高管变更考虑的公司业绩指标, 是一个相对更加精确和对高管经营能力更加敏感的指标。当会计指标更加精确和敏感时, 高管变更与否更多的是考虑会计指标, 而非市场指标 (Engel, Hayes & Huang, 2003)。另外, 对转型经济国家来说, 刚开始的时候, 公司业绩对高管变更的影响并不大, 但在随后的年度开始逐步变得显著 (Fidrmuc & Fidrmuc, 2003)。最后, 公司业绩对 CEO 以下职位的高管, 诸如子公司经理和部门经理变更影响不大 (McNeil, Hiehaus & Powers, 2002; Fee & Hadlock, 2003)。

(二) 董事会

许多学者认为, 董事会在高管变更中具有极端重要的作用, 当 CEO 不满足董事会对业绩的预期时, CEO 被更换的概率就会大大增加 (Puffer & Weintrop, 1991)。因此, 他们从董事会效率方面对高管变更进行了大量的研究, 如从董事会构成、董事会规模、董事长与 CEO 两职分离、董事持股和股权集中度等角度研究对高管变更的影响。关于董事会构成在高管变更中的作用, 多数研究结果认为, 外部董事或者独立董事由于其身份的独立性和对其自身声誉的考虑, 倾向于从公司的整体利益出发来做决策, 因此在公司高管变更中会做出理性的决定; 而内部董事由于其与大股东和公司高管的关联性, 往往不能从公司利益最大化来做决策; 所以较高比例的外部董事对公司高管变更是有利的, 它有助于更换掉业绩较差公司

的高管 (Weisbach, 1988; Jagannathan, 1996)。例外的是,在日本,由于其特殊的公司治理机制,外部董事降低了高管变更对公司业绩的敏感程度 (Naohito, 2003)。关于董事会特点的其它方面,研究发现,由于小规模董事会更能够发挥公司治理效率,它在公司业绩不佳时更可能更换公司高管 (Yermack, 1996; Faleye, 2003); 董事长与 CEO 两职分离有利于提高董事会评价 CEO 的客观性和独立性,从而有利于驱除经营业绩较差的高管 (Jagannathan, 1996; Goyal&Park, 2000); 董事会成员持股量的增加提高了高管变更对公司业绩的敏感程度 (Bhagat & Black, 1999), 而管理层持股的增加则降低了高管变更对公司业绩的敏感性 (Denis, Denis & Sarin, 1997); 大股东出于其切身利益的考虑,其参与董事会有利于提高董事会效率,从而使得股权集中度的提高有利于赶走不称职的高管 (Warner et al, 1988)。

但是,也有的学者认为,董事会在选择高管方面并不具有真正的权利,他们更多情况下是认可前任 CEO 的推荐 (Mace, 1971),特别是当公司没有一个关于高管变更相关规划的时候 (Vancil, 1987) 更是如此。

(三) 接任者来源

Drake Beam Morin 公司的研究报告发现,在 90 年代世界范围内大型公司的 CEO 变更中,84.9%的接任者来自公司内部,15.1%的接任者来自公司外部。由此可见,高管的来源是影响高管变更的一个重要因素。

关于接任者来源的研究,研究发现,外部任命对公司带来的变化更大、影响更深远 (Helmich & Brown, 1972; Helmich, 1974; Carlson, 1961),所以它更多的发生在公司需要剧烈变革的时候,例如在公司业绩较差的时候 (Cannella & Lubatkin, 1993)。当然,还有其它因素会对高管来源产生影响,包括董事会规模和行业状况。较大规模董事会由于其相对低效率性,它倾向于任命内部人来接任高管 (Faleye, 2003); 对处于竞争比较激烈行

业的公司来说，高管更多的是来自公司内部（Pfeffer & Salancik, 1977）。不同来源的高管，其任期长短一般也不同。由于来自外部的高管相对更不熟悉公司情况，通常他们需要花费更多的精力来带领公司走出困境研究发现，所以来自外部的高管比来自内部的高管面临更大被解雇的风险（Lucier, Schuyt & Spiegel, 2003），而来自内部的高管任期相对更长（Pfeffer & Salancik, 1977）。

（四）公司规模及其与接任者来源的关系

关于公司规模，研究表明，由于大公司组织结构的复杂性以及由此产生的经营管理的官僚化，大公司更加倾向于通过变更高管来调整公司以适应外部环境，所以，大公司高管变更的频率更大（Grusky, 1961; Kriesberg, 1962; Trow, 1961;）。

关于接任者来源与公司规模的关系，Dalton & Kesner (1983)认为，内部任命在大公司发生更经常，也更被偏好，而外部任命则更多的发生在小公司。有以下原因可以解释上述结论。

首先，由于大公司组织结构的复杂性，要在其内部推行急剧变革将比在小公司遇到更多的困难，而外部任命通常会产生这种变革(Dalton & Kesner, 1983)。相对于大公司而言，小公司的控制结构比较简单，因而，小公司将更容易接受外部的高管（Reinganum, 1985）。

其次，任命内部人有利于激励低层经理。为了鼓励低层经理，公司可以会更偏好于从内部选择人选，而不是外部（Lazear & Rosen, 1981）。否则的话，低层的经理可以觉得升迁无望，从而打击其工作热情，因为他们看到公司任命外部人来当他们的上司。

再次，外部任命可能被市场理解为，公司目前的经营状况是如此之差，以至于必须到外部才能找到一个合格的高管(Bonnier & Burner, 1989)。为了避免这种误解，公司可能会尽量不任命外部人为高管。

另外, 由于在培训和升职机会方面的优势, 大公司在面临内部任命还是外部任命时有更多的选择权。并且, 由于内部人更加熟悉公司的运作, 大公司通常更偏好于选择内部人(Dalton & Kesner, 1983)。而这对小公司来说则完全不同。对小公司来说, 要保持一个高级管理人员的储备显然是不经济的。而且, 在小公司, 公司特定的人力资本可能不如一般管理人力资本重要。这两类人力资本是选择内外部候选人的重要因素。所以, 外部任命更多的小公司, 内部任命更多的大公司。

最后, 在大公司, 高管的选择还要受到其内部权利结构的影响, 这就使得内部人比外部人更有优势, 因为他们可以更多的让公司决策者接触和了解, 从而增大了他们被任命的概率(Dalton & Kesner, 1983)。

(五) 行业

关于行业特点对高管变更的影响, 实证研究发现, 在行业内部较相似的公司, 跟在行业内部差异较大的公司相比而言, 其外部接任的成本较小, 从而发生高管变更的概率更高 (Parrino, 1997)。

具体来说, 根据行业的内部差异性, 可以将所有的行业分为两类, 一类行业的内部较相似, 行业内部公司之间经营特性差异不大; 另一类行业的内部差异较大, 行业内部公司之间经营特性迥然不同。对于前一类行业来说, 行业内部类同度较高, 行业内各个公司经营方式与经营特点大同小异, 行业内各个公司高管的经营技能相差不大, 高管对其本身所在公司的了解与行业内其它公司高管对它的了解差不多, 这样就使得公司在必要时可以更加容易的从行业内其它公司找到合适的人选, 从而也就使得该类行业更容易和更经常发生外部变更。

总的来说, 对在内部类同度较高行业的公司而言, 内外部高管人选之间公司特定人力资本(Firm-specific Human Capital)差异较小, 合格的高管人选较多, 公司高管的选择面较大, 选择成本也较低, 从而该类行业的公

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

廈門大學博碩士論文摘要庫