

1 引言

1.1 研究背景

随着现代企业理论的发展，人们对企业认识的不断深入，布莱尔（1995）认为，企业是一个相关利益主体之间的合约关系，在企业的经营中股东并没有承担全部的经营风险，其他主体诸如债权人、职工等也承担了部分的经营风险。企业的经营目标仅仅追求股东的最大利益是不合理的，公司的资源应用于实现所有那些事实上投资于企业并承担风险者的目标，这种目标类似于一种社会目标。^① 现代公司制度诞生于工业革命和社会化生产广泛纵深发展的社会背景之下，由于投资主体多元化，股权结构从而变得复杂。此时公司所有权与经营权实现了高度分离，委托代理关系上升成为公司治理的核心问题，治理效率成为了衡量公司经营管理能力的主要维度。而高管人员在公司经营中起着不可替代的作用。

公司治理是与股份公司的存在相关联的。股份公司的特点

^① 潘新兴. 上市公司股权结构问题研究综述 [J]. 当代经济科学, 2003 (2).

是公司由很多股东共同出资组成并占有股份，公司由少数股东或聘用他人管理，大部分股东不参与企业日常经营管理。^① 虽然说股权结构是公司治理的基础，决定了董事会、监事会和经理人员的构成及权力归属，但是实际上掌控这家公司的人却是公司的高管人员，他们与股东之间就存在了代理的关系。为了解决企业中委托人与代理人之间的代理问题，公司治理机制被设计出来。按照斯雷芬和维瑟妮（1997）的观点，公司治理机制的实质是委托人通过设计一系列制度安排来有效地激励约束代理人行为，以确保代理人的管理才能和管理行为能够满足委托人利益最大化的需求。因此在所有权与控制权分离的条件下，如何对企业经营管理层实施有效的激励约束，使其最大限度地按照企业所有人的利益行事，成为公司治理的核心问题之一，也是现代企业理论界和管理实务界所关注的焦点问题之一。

在两权分离的现代公司制企业中，企业效率不仅与经营管理层的人力资本水平（管理者能力因素）紧密相关，而且很大程度上还取决于他们工作的努力程度。有效的公司治理机制就是通过制度的设计来让合适的人（有能力的且能够胜任工作岗位的经理人）以其最大化努力水平来经营管理企业，建立“能者上，平者让，庸者下”、“优胜劣汰”的高效人力资本遴选制度。如果选出的高管人员的能力不足以胜任工作岗位，甚至是与委托人的期望目标相去甚远，或者即使其有足够的努力但如果他“在其位而不谋其政”而是用其最大化的努力追求个人效用，有效的公司治理机制应该能够及时地更换掉这些“不符合要求”的经理人。这种经营者的控制权约束机制就是公司管理层变更（尤其是强制性解雇）制度。这对于建立完善的经理

^① 刘红娟，陈永忠，刘红刚. 大股东特征与董事会结构关系的实证分析[J]. 统计与决策，2004（7）.

人市场、提高经理人的的人力资本质量、规范经理人的行为以及有效调动其积极性和创造性都具有重要理论和现实意义。

从委托代理理论角度来看，如果公司治理机制是有效的，公司的业绩表现就可以作为股东评价经理人经营管理水平的重要衡量指标。当企业的业绩偏离委托人的期望值，以至于远远超出委托人的承受范围时，委托人（如大股东或董事会）会通过解雇和重新选用高管人员的方式来对企业的战略决策进行调整，以确保具有经营能力的人来经营管理企业，以改善企业业绩，减少股东损失。所以作为对经营管理者的一种极端约束手段，高管变更不仅是股东或董事会做出的最重要的决策之一，也是有效的公司治理机制的必然结果，而且可以看成企业根据内外环境的变化做出旨在提高企业生存能力的重要决策，它必然对企业的未来发展产生重大影响。正如卡普兰^①所说：“有效的公司治理机制会惩罚业绩差的公司经理人。”

近些年来处于经济转型期的中国上市公司涌现出了大量高管人员变更的事件。正如延森和瓦纳尔（1958）所说，公司高管变更既是“理解约束经理人力量的关键变量，也是衡量企业治理机制效率的重要指标”。从理论层面上来讲，高管变更是公司治理内外部机制共同作用的结果。有效的公司治理机制能够及时更换经营业绩低劣的高级管理者，而代之以具有更高经营管理才能的经理人。那么在我国上市公司内外部治理机制尚不健全的背景下，这些高管变更现象到底多大程度上反映了上市公司的治理效率？这些高管变更事件的发生是否真的利于改善我国上市公司的治理质量？这些问题值得我们仔细探究。

从上面的分析来看，目前研究高管变更对于完善公司治理

^① Kaplan S N. Top executives, turnover, and firm performance in Germany [J]. Journal of Law, Economics and Organization, 1994 (10): 142 - 159.

结构、提高公司治理起到很大的作用。我国自从20世纪90年代以来，经济形势和制度环境发生翻天覆地的变化，特别是1993年党的十四届三中全会通过的《关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》提出国有企业改革和建立现代企业制度的决策后，我国学者纷纷对公司治理改革的相关问题展开讨论。虽然所有者对企业拥有最终控制权，但是实际经营管理公司的却是高管，高管在公司治理中所起到的作用非常大，所以对于高管的变更现象就要尤为关注。正如前边提到的，我国的宏观经济发生巨大的变革，不同地区的制度环境也存在巨大差异，政府影响企业所处的市场环境，比如企业融资、人力资源的流动等。由此思路，本书从市场竞争和制度环境的视角深入剖析高管变更的本质原因。

1.2 高管概念的界定

高管人员是指掌握企业经营权并直接对企业经营效益负责的企业高级管理人员，是委托代理关系中的高级代理人。西方研究文献中对高管人员的认定，通常包括具有董事会主席、总裁以及首席执行官（CEO）三个头衔的经理人；而在我国传统的体制中，企业高管人员通常称为厂长或经理。在现代公司制企业中，按照《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）的有关规定，高级管理人员应该包括公司的经理、副经理、财务负责人，上市公司董事会秘书和公司章程规定的其他人员。中国证监会从2000年开始就要求上市公司对高管变更的原因进行披露。目前，国内学者们在研究中对掌握经营权的高管人员的认定观点不一，至少有以下三种观点（段毅才，1994）。

第一种观点认为，董事会成员是具有经营权的高管人员，经理只是管理者，因为股东与董事会之间是信托关系，股东大会把公司法人财产的经营责任全部委托给了董事会，董事长是公司的法定代表人。而董事会只是将部分经营权委托给了经理人员，所以所有者是股东，董事会成员是经营者，经理是具体执行和参与的管理者。

第二种观点认为，董事会成员与经理都是具有经营权的高管人员（龚玉池，2001）。事实上，董事会与总经理是分担责任，是合伙关系，不存在谁单方面负责的情况，问题的关键是“确立董事会与总经理之间的权利均衡，明确彼此间的权利与义务”（德摩，纽博格，1992）。

第三种观点则强调，法律上企业属于股东，但事实上经理具有对企业的控制权。因此，该观点只将经理人作为经营者，这种情况在日本的公司比较常见（瓦纳艾娜，山本先生，1993）。

由于我国《公司法》中仍有董事长为法定代表人的规定，并且同时有经理的概念，以及社会观念中家长制的文化传统、单位要有一把手等传统概念的存在，导致中国上市公司董事会作为一个会议体来行使决策权力的概念并不清晰，同时也带来董事长和总经理到底谁是中国上市公司的高管人员这一问题也不十分清晰。国有企业的具体情况是，绝大部分董事也都是代理人，与总经理一样，共同从事经营管理工作，并有着共同的利益，只是掌握经营控制权的范围有所区别。经营者并非一个具体的人，而是一个团队。朱克江（2002）也指出，国有企业经营者包括董事会成员与经理人员，他们都实际掌握企业的经营权，按照这种定义，根据资料获取的可能性，本书将“董事长”与“总经理”定义为高管人员，高管的变更就特指董事长或总经理的变更。

1.3 研究目的和意义

1.3.1 研究目的

由于所有权和经营权的分离所引发一系列代理问题一直是国内外学者研究的热点，我国1994年正式实施的《公司法》确定了我国公司治理体系的内部监控系统的基本模式，即由股东通过股东大会选举董事会负责企业经营决策，后者聘用经理班子负责企业的日常运作，另设监事会对董事和经理班子管理企业的行为进行监督。但是这个模式在目前并没有能很好地运作。本书认为在产权明晰、权责明确的情况下，高管应该能够对公司法人财产进行有效使用和管理。可是在实际当中，作为公司的实际经营管理者高管并没有起到应有的作用。尤其是当市场环境和制度环境发生巨大变化时就会影响高管的变更。因此，本书研究的目的主要表现为以下三个方面：

(1) 从市场竞争的角度出发，在充分考虑到公司所处市场环境以及自身竞争能力的差异的情况下，考察公司市场竞争度对高管变更的影响，以及是否由于存在行业的差异导致高管变更出现的概率有所不同。

(2) 市场环境的变换是否会影响到股东将公司业绩作为衡量高管的经营能力的显性指标。在考虑到了市场环境的因素后，公司的业绩是否还是和高管变更有显著的关系，值得我们进一步研究。

(3) 改革开放以来，我国地区之间的差异越来越大，特别是西部地区 and 东南沿海各省分的制度环境有很大的不同。由于制度环境存在的差异对于高管变更的影响是否存在尚不明确，

公司的外部环境因素也是一个不可忽视的地方。

1.3.2 研究意义

作为一系列契约集合体的企业，公司高管拥有独特的、不可替代的人力资本，是企业完善公司治理结构的重要力量源泉之一。但是，高管自身的经营管理能力的优劣会直接影响到企业未来的经营发展。因此如何保证企业经营管理者拥有适合企业发展要求的人力资本质量，又要保证其拥有足够的工作积极性已成为影响企业核心竞争力的关键因素。所以关于企业高管变更问题的研究随着现代企业制度的不断完善而变得日益普遍和重要。然而，高管变更机制不仅作为公司治理的一个惩罚机制而存在，而且还能对高管行使有效的激励作用。如果高管人员由于业绩低劣而遭到委托人的解聘，那么他不仅丧失了经营管理职位所带来的各种收益，而且其在经理人市场的声誉甚至市场价值都要遭受损失，继而危及其职业生涯。为了避免失去工作职位的风险，高管人员必须努力工作，减少自己的机会主义行为。这样高管人员的代理行为就会趋向于委托人利益最大化，减少机会成本的出现。

综上所述，在我国的资本市场尚未成熟、制度和市场环境存在地域差异的前提下，由此展开对高管更换的理论和实证研究对于建立有效的公司法人治理结构，对企业不断丰富和完善现代企业制度和提高公司治理水平，对于促进我国经理人市场的尽快形成和提高我国上市公司高管的经营管理水平都具有重要意义。而且对该问题的深入研究对于促进转轨时期的我国上市公司取得快速、高效发展也具有十分重大的意义。

1.4 研究思路和方法

1.4.1 研究思路

本书以高管变更的事件为研究对象，从定性、定量的角度考察我国上市公司的治理机制（内部治理和外部治理）与公司高管变更之间的关系（具体研究框架如图1-1所示）。特别是在充分考虑到公司内部因素的基础上，引入公司外部治理变量制度环境因素和市场竞争能力，找出其与公司高管变更之间的关系。本书首先从理论角度建立了公司治理与高管变更的逻辑分析框架，并充分对于能够影响高管变更的因素进行描述性统计分析。在此，本书界定上市公司的高管特指董事长和总经理。关于主要高管变更与公司治理之间关系的实证研究分别从公司治理的内外部机制两个角度展开的。关于公司内部治理与主要高管变更的实证研究是选择整体上市公司作为研究的样本，主要考察公司的市场竞争度、公司的业绩、制度环境因素与高管变更之间的关系。关于公司内部治理的变量还会涉及在对高管变更情况进行描述性统计时所涉及变量，如高管年龄、任期等变量。由此，本书试图通过从公司内部治理结构、公司绩效、市场竞争、制度环境来分析其与高管变更的本质原因和关系。

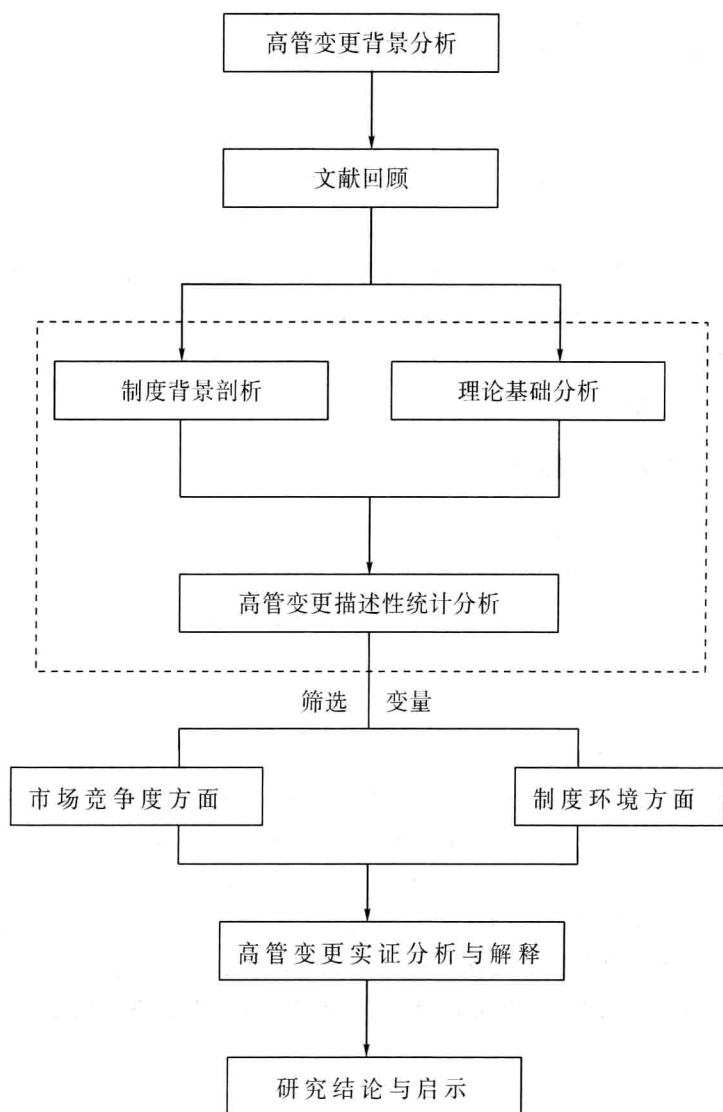


图 1-1 本书研究框架

根据上述思路,除了导论外,本书在后面的章节作如下安排:第2章,对相关文献进行综述;第3章,分析我国制度背景的变迁对于上市公司的深层次影响;第4章,对于高管进行理论分析并提出相应的假设;第5章,选取1999年1月1日以前的上市公司作为研究的样本,并对样本以及变更的高管样本进行行业、地区、高管年龄、任期、变更次数等因素的描述性统计分析,初步分析影响高管变更的原因;第6章,分别从市场竞争度、公司业绩、制度环境三个大方面来考察对高管变更的影响;第7章,对于实证分析中的结果进行解释;第8章,对全书进行总结,并提出政策建议。

1.4.2 研究方法

本书首先采取规范与实证相结合的方法。规范分析强调由理论去证伪或证实一种理论假定,或者否定一种理论,或者演绎出一种新的理论与价值判断有关。而实证研究是从事物的实际运行情况出发,描述事实以及之间的关系,探讨事物的原因及其后果,并提出相应的对策。本书在对公司内、外部治理,特别是外部治理与高管变更进行理论分析时运用了规范分析的方法;在分析公司治理内部机制、绩效、市场竞争度、制度环境与高管变更的相互关系时采用了实证的研究方法。

其次,本书采用对比分析法。由于衡量公司业绩、市场竞争度、制度环境的指标不尽相同,为了避免研究中出现偏差,本书对这些指标经过筛选后,选取同类指标分别进行实证回归分析,进行对比以期发现研究中存在的缺陷,发现存在的差异。

1.5 可能创新之处

本书从公司外部治理入手，同时兼顾内部治理要素来展开对于高管变更的研究。并以1999年1月1日以前上市的公司作为研究样本，形成初步的研究结论。本书可能创新之处在于：

首先，不管是同一行业，还是不同行业的公司的市场竞争能力都会有所不同。所以本书引入市场竞争指标来分析高管变更的因素，充分考虑了公司自身的核心竞争力，同时也考虑到该公司在所处行业的地位。所以本书在兼顾公司内部治理的基础上，引入该指标来展开对于高管变更的分析的视角与以往同类分析有所不同。

其次，本书在充分考虑到市场环境因素的基础上，对于不同公司业绩指标进行分析，以期发现影响高管变更的深层原因，并验证市场环境因素是否会影响到公司业绩与高管变更的关系。

最后，改革开放以来，我国的制度环境发生了很大的变化。对于公司外部治理的制度环境的分析较少。本书在引入分析公司市场竞争度的基础上，继续引入制度环境因素来多方位分析在不同制度环境下的影响高管变更的深层原因，以期找出其规律，通过进一步完善公司外部环境来提高公司治理效率。

2 文献综述

2.1 相关理论

2.1.1 公司治理理论

近二十年来，无论是在西方国家还是发展中国家，公司治理日益成为经济生活中人们关注的热点问题。关于公司治理的理论研究也逐渐增多，传统上公司治理被认为是一套用来保护股东利益的制度安排，公司治理要解决的一个核心问题是：委托人和代理人分离所带来的利益不一致。而所谓公司控制机制是公司治理的具体实现形式。公司控制机制包括内部控制机制和外部控制机制（斯雷芬和维瑟妮，1997）。前者如经营者激励机制、董事会和监事会的监督机制等；公司外部控制机制包括证券市场与控制权配置、兼并收购等（李维安，2002）。

董事会也是公司内部治理的一个重要环节。当委托人和代理人的利益产生矛盾时，董事会监督职能的有效发挥将起到降低代理成本的作用，尤其是在会计信息披露较少时，股东或内部人就成为信息的主要使用者，这时董事会监督作用发挥的好坏对公司治理的效果起着重要作用。而董事会中包括独立董事，在独立董事大量存在的时候，有助于保障董事会的独立性，从

而可以提高董事会的监督机制。

除了内部控制机制以外，良好的外部机制也是实现有效公司治理的保证。控制权的斗争以及外部市场兼并收购的激烈化程度，也能起到激励高管人员努力工作的效果。活跃的外部兼并收购市场可以提高内部控制机制的有效性，二者之间存在互补作用。因为市场潜在收购者的压力越大，董事会发挥监督作用的激励也越大。西方的研究文献已经验证了这一点（马丁和麦空，1991）。因此，当存在有效的外部控制机制和内部控制机制时，由于有损股东的利益，经营不力的高管人员将被更换。

2.1.2 委托代理理论

委托代理理论的研究是建立在两项假设基础上的。一是在两权分离的情况下，委托人与代理人之间存在着严重的信息不对称现象：管理层掌握更多的企业生产经营的信息，具有信息优势；而委托人将经营管理权授予管理者之前和之后都处于明显的信息劣势，即委托人在与代理人签订契约之前无法全面地了解代理人所具有的才能，在契约签订后也无法准确地知晓代理人的日常工作努力程度。二是在经济人假设的基础上所形成的管理层自利性特征，决定了经营者与所有者之间的目标函数存在着不一致性，管理者并非完全从所有者利益最大化的角度去选择自己的行动。而且这些非股东利益最大化的行动对委托人来说是不能观察的，是隐蔽的行为。这样代理人在经营管理企业的过程中可能出现与委托人利益不相符的“道德风险”和“逆向选择”等行为。因而委托人关心的是设计合理有效的激励约束机制，通过参与约束和激励相容约束来激励代理人采取有利于委托人利益的行动。

这样如何激励代理人，如何设计最优的激励方案，使其按照委托人的意愿行事就成为委托代理理论所关注的核心问题

(斯涕雷特, 1975)。高管变更机制是委托人设计的针对代理人的一种有效激励约束机制。这种机制不仅能够对代理人产生正向的激励作用, 而且还能产生负向的约束惩罚作用。它既能够激励在位的代理人从委托人利益角度出发以最大化的努力程度去经营管理企业, 还能对严重偏离委托人利益的行为实施严厉的惩罚, 即解雇经理人。解雇威胁之所以能够成为激励机制是因为, 在经理人市场上, 被解雇的经理人将遭受人力资本价值的损失, 或者面临着无法再就业的危险。这种潜在利益损失威胁的存在使得经理人努力实现委托人利益的最大化, 避免隐蔽、偷懒和机会主义等(李维安, 武立东, 2002)。因此企业的高管变更是企业委托人为解决代理成本问题所采取的维护自身利益的极端手段, 也是针对企业高管的有效激励手段。

对于现代企业的行为研究, 特别是对于经理人员的行为方式的研究就很难摆脱委托代理理论的框架体系。延森和迈克林(1976)认为, 代理关系指的是一个或多个人(委托人)通过授予另一个人(代理人)部分决策权的方式, 约定代理人提供某些服务以维护委托人利益的合同。但是, 由于委托人和代理人都追求各自利益最大化, 两者的利益发生偏差, 导致代理问题的出现。股东与经理之间通过签订契约实现了公司资产的运营, 股东是出资人, 也是委托人, 而经理则是代理人, 受股东委托经营资产, 在股东与经理之间构成了典型的委托代理关系。

在这种委托代理关系中, 管理人员追求的是自身经济利益或者其他利益, 而股东追求的则是股东财富, 所以所有者与管理者之间存在着利益上的冲突, 这就是所谓的代理问题。如果企业的股东与管理人员为同一主体, 则可以避免代理问题。但是现代经济社会中的企业, 尤其是大型的上市公司, 存在大量的流通股或者外部股权, 管理人员可能不是企业的完全所有者。股东作为企业的所有者, 在还清债权人的债务和代理人的

工资之后，公司所有的剩余利润都归股东所有，股东的利益与公司是最一致的；而经理人员的报酬通常都是固定的，一般不能分享公司的经营成果。公司理财和治理的实践结果是，所有者（股东）与经营者（经理）分离的委托代理关系出现了利益的矛盾：现实中的代理人是具有独立利益的经济人，他们的个人目标是最大限度地满足自己的利益而不是为委托人服务；代理人直接从事企业的生产和经营，他们工作努力程度的大小、有无风险投资行为，委托人难以判断；对公司利润的随意处理，委托人也难以监控。正是由于委托人和代理人的信息不对称，于是代理问题就产生了。在现代公司里，除股东和董事会之间的委托代理关系以外，还存在着大量其他的委托代理关系，如董事会和经理之间、经理和员工之间、债权人和企业之间都存在委托代理关系。从委托代理理论出发分析企业内部的经济关系，能够得到许多有益的结论。

以延森和迈克林（1976）研究的信息不对称为核心问题，在过去的三十年，经济学发展起了一套较为成熟的形式化的理论，这一理论通常被不同的经济学家冠以不同的名称：委托代理理论、信息经济学、激励理论、合同理论等。在现代委托代理理论中，信息的不对称导致了委托代理关系。在这一关系中，拥有私人信息的一方称为代理人，不拥有信息的一方称为委托人。代理人的私人信息又大致可以分为两类：第一类，委托人无法观察到代理人的行为，或者说代理人隐藏行为，这一类问题被归结为道德风险问题；第二类，委托人无法获知代理人拥有的关于自身类型的信息，或者说是代理人隐匿信息，这一类问题被归结为逆向选择问题。

委托人作为机制设计人企图设计某一激励合同以诱使代理人从自身利益出发选择对委托人最有利的行动，这就是激励的含义。但是委托人并不能直接观测到代理人采取的行动，他能

观测到的只是代理人工作的结果。于是委托人就根据工作绩效来奖惩代理人，但工作绩效并不仅由代理人的行动唯一确定，还有其他外生的随机因素（自然状态）也会影响代理人工作的结果，而且外生的随机因素是双方都不能控制的。代理人的行为要满足参与约束（又叫个人理性约束）和激励相容约束。关于多任务的委托代理关系问题也是我们研究企业内部问题时常遇到的经济问题，它的存在也是我国国有企业长期重要问题的一个因素。

2.1.3 交易费用理论

企业的契约理论是由科斯（1937）开创的，后来者又将它加以发展和完善。契约理论认为，企业是一系列不完全契约的组合。导致不完全契约的原因是人的有限理性、环境的不确定性以及交易费用的存在。契约理论主要包括三个分支：交易费用理论、产权理论和代理理论。交易费用理论是由科斯提出的，经过后来的威廉姆森等人的继承与发展，形成了具有丰富内涵的现代企业理论。

科斯对现代企业理论的贡献在于“引入交易费用来解释企业的存在”。科斯（1937）在他的经典论文《企业的性质》中指出，交易费用是为完成交易而付出的各种费用的总和，包括寻找交易伙伴、制定交易价格、进行交易谈判、订立交易合约、执行交易和监督违约的行为并对之进行制裁、维护交易秩序等。科斯思想的提出是对古典经济学关于市场机制无成本思想的批判，引导人们从企业外部转向企业内部来探讨如何降低企业内部的交易费用。而要降低企业内部的交易费用首先考虑的是如何调动企业组织中人的积极性。所以对于企业内部成员，尤其是高层管理人员的激励问题的研究就引起了经济学家的充分重视。令人遗憾的是在关于权威能够降低企业交易费用的观点上，

科斯并没有能够解释应该怎样分配权威或者由哪些人掌握权威，科斯没有回答怎样激励内部人，怎样对高层管理人员进行激励的问题。继科斯之后，对交易费用理论的发展做出突出贡献的是威廉姆森等人。正是他们对科斯的观点的继承和发展才使得交易费用理论逐渐完美起来。

威廉姆森的交易费用理论从契约理论的关于人的两个行为假定有限理性和机会主义出发，认为在组织内部建立层级机构，将工资与工作岗位相联系，通过内部提拔和建立长期雇佣关系等可以有效解决在市场交易中所表现出的机会主义问题。他还认为在所有权和控制权相分离的现代企业中，不同的组织结构对企业家激励构成明显的影响，认为M型结构比U型结构更能有效地激励约束企业家（哈特，摩尔，1990）。

威廉姆森还从有限理性的角度出发，认为人具有“主观上追求理性，但客观上只能有限地做到这一点”的行为特征，所以详尽的、尽善尽美的契约是不可能存在的。因为有些问题是在契约签订以后在组织运行过程中出现的，所以企业组织中的企业家的激励约束问题是徒劳的，而解决这些问题只能靠事后去补救，即依靠企业“治理结构”去解决企业中高管人员的激励约束问题。

从交易费用理论的思路来看，由于委托人与代理人之间所签订的契约是不完全的，而代理人在契约执行过程中又存在有限理性的“机会主义”行为，因此激励约束高管的有效机制只能是“事后”型的公司治理结构，即在“事后”通过代理人的契约执行情况来决定其奖惩情况，对代理人的违约行为进行制裁、惩罚以维护交易秩序并降低相关交易费用。因此企业高层变更就是委托人对代理人即高级管理层危害企业所有者利益行为的一种制裁或惩罚。也可以说企业的高管变更是在契约的“事后”，委托人通过中止与代理人之间合作契约并通过重新雇