

首任高管去职、继任者 选择和会计信息质量变化^{*}

张 川¹, 杨玉龙², 高苗苗²

(1. 上海海事大学 经济管理学院, 上海 201306;

2. 上海财经大学 会计学院, 上海 200433)

摘 要:上市公司首任高管以其特有才华和社会资本赋予了企业强大的缔约能力, 对企业的运营和价值影响深远。首任高管的去职意味着企业缔约能力衰退, 这对企业影响巨大。文章以1999—2011年中国A股上市公司高管离职事件为样本, 探讨了首任高管去职对企业价值的影响, 以及随后企业采取的应对措施。研究结果表明, 首任高管去职导致企业价值下降; 由于首任高管在企业内部关系型契约中的地位难以为外部人承接, 继任者更可能来自企业内部; 从长期看, 首任高管去职使企业与外部利益相关者的缔约能力下降, 企业不得不依赖正式的公开信息披露制度, 提高会计信息质量。

关键词:上市公司首任高管去职; 关系型契约; 会计信息质量

中图分类号: F230; F275 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2013)01-0134-11

一、引 言

中国特殊的制度背景使“因人成事”、“人亡政息”的现象尤为普遍。在企业运营层面, 我们几乎可以从每一个企业崛起的背后看到一位企业家的成长, 也可以在企业家黯然离去之后看到一个企业风光不再。吴英被捕, 本色系坍塌, 李途纯身陷囹圄, 太子奶破产等^①的故事比比皆是, 无论是民企还是国企, 概莫能外。引人疑窦之处在于, 为何上市公司首任高管去职总是为企业带来利空? 他们究竟有何不可替代之处使继任者疲于奔命仍无法力挽狂澜? 本文试图从关系型契约的角度来解释这一现象。

企业是一系列契约的组合(Jensen 等, 1976), ^② 根据 Macneil(1999)提出

收稿日期: 2012-09-12

基金项目:国家自然科学基金重点项目“以价值为基础、以战略为导向的中国企业管理会计研究”(71032005); 国家自然科学基金面上项目“差序格局视角下的企业业绩量度”(71272218); 国家自然科学基金面上项目“跨组织管理控制系统的导因、机制及业绩后果研究”(71272013); 教育部人文社会科学重点研究基地重大项目(10JJD630005)

作者简介:张 川(1970—), 女, 四川自贡人, 上海海事大学管理学院教授, 博士生导师;

杨玉龙(1986—), 男, 山东枣庄人, 上海财经大学会计学院博士研究生;

高苗苗(1987—), 女, 安徽合肥人, 上海财经大学会计学院博士研究生。

的契约二分法,这一系列契约可以分为两类:似分立性(型)契约和关系性(型)契约。前者的执行效力完全依赖于法律(Macneil,1977;孙元欣等,2010),而后者则强调缔约人在契约之外仍存在大量的互动,契约的执行不必完全依赖法院,缔约人之间的博弈、威胁、交流和合作也可以促成契约的执行(Hadfield,1989;孙元欣等,2010)。

关系型契约广泛存在于企业内部和企业之间(Baker等,2002),往往以非正式规则形式出现,有效约束着缔约方行为(宁宇新,2009)。具体而言,关系型契约可以治理企业内部雇员之间复杂的互动,也可以有效处理企业(组织)之间的交易。关系型契约基于未来合作价值、声誉等法律之外的手段来确保契约执行。而长期合作所带来的专有性投资增加和缔约人的社会资本累积又可以强化关系型契约的效力(刘仁军,2006)。关系型契约可以避免高昂的行政成本和组织僵化,也可以避免法律诉讼带来的昂贵时间费用、诉讼费用以及丧失未来交易机会(Macaulay,1963)。因此,关系型契约对企业的运营和价值具有重大影响。

一国的文化会影响其制度架构(Greif,1994),中国特有的儒家文化对家族的重视使中国人的社会交往呈现差序格局(费孝通,2007;马戎,2007)。中国社会的人际交往特征必然深刻影响企业的缔约行为。而中国转型过程中法律制度的不完善,使许多企业寻求关系型契约来替代正式契约,保证交易的顺利进行,这进一步强化了中国企业对关系型契约的依赖。

首任高管对企业关系型契约的协商、缔结和执行具有重要影响。在企业内部,上市公司首任高管独特的管理艺术造就了企业内部关系型契约的特色。在企业外部,他们的社会资本正是企业(组织)之间关系型契约成功缔结的重要基础。首任高管参与的关系型契约要以其社会资本和专有性投资作为承诺机制来确保其执行。而首任高管去职导致保障契约执行的社会资本丧失(或部分丧失),专有性投资无法由继任者传承,关系型契约的效力急减削弱。通过考察首任高管的去职,我们可以深入理解关系型契约对企业运营和价值的影响。

本文的研究意义主要在于:首先,尽管有诸多传闻性证据和纯理论的支持(Williamson,1979),但研究中仍缺乏证据检验关系型契约对企业运营和价值的影响。上市公司首任高管的去职导致企业关系型契约执行效力的急剧下降,为我们提供了一次良好的检测机会。其次,在社会资本研究领域,学者们强调社会成员可以借用社会资本获取诸多稀缺资源,如权力、地位、财富、资金、学识、机会、信息等(Bourdieu,1984;Coleman,1988),经营者的社会资本同样可视为企业的社会资本(边燕杰等,2000)。而对于社会资本提升企业价值的具体渠道则少有探究。本文采用契约理论将社会资本视作契约执行的承诺机制和威慑机制,从契约观的角度论证了社会资本如何对企业价值产生影

响。最后,当前中国企业尤其是创业型企业正进入交接传承阶段,首任高管去职后企业应如何选取继任者、如何重构公司治理都是重要的实践问题,相关的研究还比较薄弱,因而本文对于实践也具有重要启示意义。

本文以1999—2011年中国A股上市公司5339次高管离职(其中上市公司首任高管去职712次)事件为对象,研究发现企业倾向于从内部选拔上市公司首任高管的继任者以在短期内稳定军心;在长期,为了应对企业与外部利益相关者之间关系型契约效力的减弱,首任高管去职之后企业的会计信息质量显著提升。这表明上市公司首任高管去职以后,当务之急是修复因其去职而导致的内部关系治理效力下降,内部继任者可以较为有效地完成这一任务;而长远来看,为稳固外部利益相关者信心,需要构建替代关系型契约的正式机制,提升会计信息质量正是其中一项重要举措。

二、研究假说

(一)上市公司首任高管去职与企业价值

上市公司首任高管往往深入参与企业的成长过程。创立伊始,事务简单明晰,出于成本考虑首任高管无需通过复杂的正式组织设计来管理下属,此时首任高管与企业雇员有相当部分(但非全部)的互动通过隐性的关系型契约来完成。契约效力依赖于首任高管与企业雇员之间的专有性投资和累积的社会资本。随着合作时间的延续,专有性投资不断增加,社会资本日益累积,相伴而生的信任会强化关系型契约的效力。类似地,首任高管依托企业与外部利益相关者进行交往,也会随着企业的成长而形成一定的声誉和影响力,尤其是凭借经济成就获取政府的支持,这种优势极具人格化,无法写进正式契约,但可保证企业在与银行、供应商缔约时获取优惠条件,如更少的抵押(Khwaja等,2005)、更长的贷款偿付期限等(姚宏等,2011)。因此,由首任高管主政的企业区别于其他企业的最大特色在于其对隐性关系型契约的依赖程度更高。

当首任高管主政时,这种关系型契约对企业而言是一种竞争优势,可以避免设置正式职能部门而产生的成本,也可维系与外部组织缔约时的优势地位。然而,隐性契约基于口头或默契,难以在事后确证。因此,首任高管去职将导致关系型契约的完全或部分终止,企业可能因此而丧失首任高管带来的优势。而且,在社会生活中并不存在纯粹的似分立契约(古典契约),每一份正式契约中都含有或多或少的关系型契约成分(Eisenberg,1999)。即便是标准化的格式合同也需要建立双方的互信与契约外的沟通。首任高管去职所导致的社会资本丧失意味着正式契约外的非正式沟通渠道的减少,这不仅导致关系型契约的效力损失,也会使正式契约的效力降低。

就企业而言,首任高管去职的直接影响就是企业原有管理层的重新洗牌。由于首任高管与每一位企业人员均存在着或多或少的隐性关系型契约,原先

透过首任高管个人魅力、洞察力监控下属、有效履行职责(契约)的控制手段缺失,这导致企业原有雇员的代理问题变得严重,可能产生企业内斗,对企业价值造成损害(耿琳等,2011)。同时,企业如何处理对外关系问题也开始凸显。由于利益相关者在某种程度上是基于对首任高管的信任才做出相关投资或合作,首任高管去职有可能导致他们对于企业经营前景的担忧,进而导致企业的融资或运营出现危机(蔡钰,2009)。而信任的丧失显然无法在短期内找到替代。因此,首任高管去职必然导致企业价值受到损害。基于以上分析,本文提出假说1。

假说1:上市公司首任高管去职将导致企业价值的减少。

(二)上市公司首任高管去职后的继任者选择

上市公司首任高管去职后,企业必须采取措施应对首任高管去职导致的企业缔约能力丧失。由于企业价值受损源自上市公司首任高管去职后关系型契约的失效或者部分失效,企业在首任高管去职的早期需要寻求一个首任高管的近似替代者,这一替代者必须可以部分替代首任高管在各类关系型契约中的作用。

由企业内部人员遴选继任者无疑更有可能实现上述目的。在实践中,我们也可以观察到,当企业面临首任高管的突然去职时,往往由企业原有管理人员继任。华晨汽车总裁仰融出走后,由原执行副总裁苏强出任公司总裁兼行政总监,主要高管均留任(王域城,2002)。这种稳定人心的举措实则是为了最大限度保持原有关系型契约的效力。民营上市公司首任高管也总是倾向于将其子女安排在企业各个部门历练(陈凌等,2003),意图之一也是增强子女对首任高管的可替代性,从而使其在首任高管去职时可凭借这一优势继续维持关系型契约的效力。

与首任高管相比,由于在社会资本、人格魅力等层面的显著匮乏,继任的高管在管控企业中层管理人员时所依赖的关系型契约将明显减少,对标准化正式契约的依赖将增加。正式契约的权利转移因有可靠的法律保护而能够顺利进行(王利明,2004)。因此,当非首任高管去职后,企业再行选择继任时,对于关系型契约维护的考虑将居于相对次要的位置,从外部遴选继任者的可能性将提高。基于以上分析,本文提出假说2。

假说2:相对于非首任高管去职,上市公司首任高管去职后其职位更有可能由企业内部人员继任。

(三)上市公司首任高管去职后的会计信息质量变化

已有研究发现,创业型企业往往更依赖内部人基础会计,这导致其较低的会计信息透明度(Fan等,2009),具体表现为较低的盈余信息含量(Claessens等,2002)。学者们将这种信息质量孱弱的原因归结为内部人基础会计主要依赖人际关系与私下交流来沟通信息(Ball等,2005)。这实质上是绕过正常会

计信息披露而建立的一种关系型契约(Morck,1996)。这种隐性契约的存在使利益相关者能够凭借私人关系和非正式沟通来获取所需的信息,避免昂贵的信息公开披露成本(Ball等,2000;Cohen等,2010)。

然而,由于关系型契约中特定关系的嵌入,当事人、当事人的行为、当事人的合意判断和合意内容只有在特定的语境中才能够得到准确的解释和阐释(孙元欣等,2010)。这种具有鲜明个人特征的契约形式,依赖于首任高管的推动和执行。当首任高管去职时,继任者无法完全承继首任高管的个人关系网络等社会资本,企业与利益相关者的私下信息沟通渠道收窄。这会改变企业的运营、订约行为、治理方式和会计系统的设计方式。外部利益相关者如供应商、销售商、债权人等需要企业开辟公开信息披露渠道。此时,继任者寻求提升会计信息披露质量可以有效保障其缔约承诺的可信性,促进企业契约的顺利执行。基于以上分析,本文提出假说3。

假说3:上市公司首任高管去职后企业的会计信息质量将提高。

三、研究设计

(一)研究模型

基于上述分析,在对假说1进行验证时,我们在样本中分离出上市公司首任高管离职事件,以上市公司离职公告日为原点,采用(-1,+1)、(-5,+5)、(-15,+15)、(-50,+50)、(-100,+100)、(-150,+150)六个窗口的累计异常回报来观测首任高管离职事件的价值效应,我们还区分了国有企业和民营企业。选取多个窗口是因为证券市场对于首任离职信息的消化需要较长时间,区分国有企业和民营企业则是为了考察产权性质的相应影响。

我们采用模型1检验本文的假说2。在模型1中,我们控制了政治关系,这是因为具有政治关系可以使企业在与外部利益相关者缔约时占据优势地位,但具有政治关系对企业内部关系型契约缔结和执行的影响在理论上还不明确。根据假说2,本文预期 β_1 显著为负。

$$\begin{aligned} \text{successor} = & \beta_0 + \beta_1 \text{founder} + \beta_2 \text{pc} + \beta_3 \text{edu} + \beta_4 \text{work_age} + \\ & \beta_5 \text{dimage} + \beta_6 \text{position} + \beta_7 \text{nob_s} + \beta_8 \text{nob_e} + \\ & \beta_9 \text{nob_d} + \beta_{10} \text{lev} + \beta_{11} \text{roa} + \beta_{12} \text{size} + \beta_{13} \text{ind} + \xi \quad (\text{模型1}) \end{aligned}$$

其中,successor为继任者;founder为首任高管离职;pc为政治关系;edu为上市公司高管的受教育水平,1=中专及中专以下,2=大专,3=本科,4=硕士研究生,5=博士研究生;work_age为离职者在企业中的任职年限;dimage为离任者离任时年龄;position为上市公司高管离职前担任的职务,董事长取0,总经理取1;nob_s为企业当年股东数量的自然对数;nob_e为企业当年员工数量的自然对数;nob_d为企业当年董事会人数的自然对数;lev表示负债总额/资产总额;roa表示净利润/总资产;size为企业规模,用企业当年总资产的自

然对数度量；ind 为独立董事占董事会人数比例。

针对假说 3 的检验，我们使用模型 2。在模型 2 中，我们控制了股东规模、雇员规模和董事规模。这些变量反映的是上市公司首任高管内部缔约的不可替代性，而会计信息质量则与企业外部缔约能力相关，因此，理论上股东规模、雇员规模、董事规模与会计信息质量变动的关系并不明确。根据假说 3，本文预期 β_1 显著为负。为了保证结论的稳健性，我们在随后的回归中还将使用 ab_accruals(操纵性应计数，由修正的琼斯模型估计的当年异常应计数)作为因变量进行分析，并将统计结果一同列示。此外，为增加假说 3 结论的稳健性，在单变量分析和稳健性测试中，我们还考察了高管去职前后三年会计信息质量的变动情况(delta_uda)，使用操纵性应计数变动、高管去职前后三年操纵性应计数均值的绝对值变动进行度量。

$$\begin{aligned} \text{absda} = & \beta_0 + \beta_1 \text{chg} + \beta_2 \text{pc} + \beta_3 \text{edu} + \beta_4 \text{work_age} \\ & + \beta_5 \text{dimage} + \beta_6 \text{position} + \beta_7 \text{nob_s} + \beta_8 \text{nob_e} \\ & + \beta_9 \text{nob_d} + \beta_{10} \text{lev} + \beta_{11} \text{roa} + \beta_{12} \text{size} + \beta_{13} \text{ind} + \xi \end{aligned} \quad (\text{模型 2})$$

其中 absda 为操纵性应计数绝对值，用由修正的琼斯模型估计的当年异常应计数绝对值表示；chg 为首任高管离职状态，若该年份首任高管已离职，则取 1，否则取 0；其他变量同模型 1。

本文涉及的重要变量有累计异常回报、操纵性应计数、首任高管离职、政治关系、继任者。我们以上市公司首任高管去职公告日为事件日计算累计市场异常回报，并以之度量上市公司首任高管去职对企业价值的影响。参考 Fan 等 (2009) 的做法，使用操纵性应计数绝对值度量企业会计信息质量。本文中的上市公司首任高管仅限于首任董事长或总经理，首任高管的确认标准为，若离职董事长或总经理自企业上市之初至其去职一直任职于该企业则取 1，否则取 0。政治关系参照已有文献的度量经验 (Fan 等, 2007；杜兴强等, 2009；雷光勇等, 2009)，若离任董事长或总经理曾经或现在担任政府官员、军事长官、各级人大代表或各级政协委员则取 1，否则取 0。继任者变量的确定为，继任者来自企业内部取 0，否则取 1。

本文的控制变量主要有两大类：一是公司特征变量，二是离职高管特征变量。这些变量的选取参考了已有文献 (Fan 等, 2009)。

(二) 数据来源和描述性统计

本文使用的财务、股票交易和公司治理数据主要来自国泰安公司的 CS-MAR 数据库。上市公司首任高管变量和政治关系变量均取自 Wind 提供的历任高管的数据和简历，并结合上市公司网站披露的信息进行识别。本文最终得到 1999—2011 年中国 A 股上市公司 5 339 次高管离职 (其中上市公司首任高管去职 712 次) 样本数据。样本数据在上下 1% 的水平上进行了 winsorize 处理，描述性统计结果见表 1。^③

本文同时对比了上市公司首任高管去职样本和非首任高管去职样本。在累计异常回报、操纵性应计数变动、继任者三个变量上二者均有显著差异。我们对上市公司首任高管样本进行分析时发现,该样本中累计异常回报、操纵性应计数变动均显著小于零(T 值分别为-5.58 和-3.67),且均值为负。这表明上市公司首任高管去职对企业的市场价值有不利影响,长期来看企业的信息质量会有上升。描述性统计结果与本文预测一致。

表 1 主要变量的描述性统计

变量	均值			中位数		标准差	
	非首任 高管	首任高管	均值差异	非首任 高管	首任高管	非首任 高管	首任高管
car	0.003	-0.012	-0.015***	-0.006	0.014	0.080	0.057
delta_uda	0.007	-0.009	-0.016***	0.004	0.003	0.064	0.069
successor	0.441	0.308	-0.133***	0.000	0.000	0.497	0.462
pc	0.182	0.219	0.037**	0.000	0.000	0.386	0.414

注:** 和 *** 分别表示在 5%和 1%的水平上显著,下表同。

主要变量间的相关性系数见表 2。其中本文关注的主要变量 founder 与 successor 显著负相关,表明上市公司首任高管去职后,相对于非首任高管去职,企业从外部选取继任者的概率较小(即从内部遴选继任者的概率更大)。这一结果与本文预期一致。

表 2 主要变量相关性系数表

	car	delta_uda	successor	founder	pc
car	1				
delta_uda	0.05***	1			
successor	0.04***	0.04***	1		
founder	-0.07***	-0.08***	-0.09***	1	
pc	0	0.02*	0.04***	0.03**	1

四、实证结果及分析

(一)实证结果

1. 首任高管去职对企业价值的影响

由表 3 可知,长期而言,首任高管去职对于国有企业和民营企业都是坏消息,累计异常回报显著小于 0。但对于民营企业而言,由于传承的信息可能在首任高管去职之前就已经被市场预测到,采用上市公司首任高管离职公告时点计算的短期累计异常回报并不显著。

表 3 上市公司首任高管去职的价值效应

	国有企业			民营企业		
	均值	标准差	t 值	均值	标准差	t 值
car(-1,+1)	-0.016	0.043	-7.9***	-0.004	0.078	-0.790
car(-5,+5)	-0.036	0.109	-7.330***	0.042	0.733	0.870
car(-15,+15)	-0.084	0.217	-8.550***	0.008	0.734	0.170

续表 3 上市公司首任高管去职的价值效应

	国有企业			民营企业		
	均值	标准差	t 值	均值	标准差	t 值
car(−50,+50)	−0.276	0.586	−10.360***	−0.191	0.924	−3.120***
car(−100,+100)	−0.572	1.253	−10.040***	−0.543	1.377	−5.940***
car(−150,+150)	−0.958	2.055	−10.260***	−0.944	2.317	−6.140***

2. 首任高管去职与继任者选择

表 4 为模型 1 的回归结果,由 Probit 回归得到,无论是民营企业还是国有企业,founder 的系数与假说 2 预期一致,显著为负。

表 4 上市公司首任高管去职后的继任选择

变量/参数	国有企业		民营企业	
	系数	P 值	系数	P 值
Intercept	1.529**	0.019	2.404**	0.029
founder	−0.305***	0.000	−0.372***	0.001
pc	0.130**	0.012	0.104	0.300
edu	0.011	0.631	−0.020	0.436
work_age	−0.025***	0.002	0.017	0.331
dimage	−0.003	0.255	0.005	0.354
position	−0.135***	0.002	−0.133**	0.011
nob_s	−0.125***	0.000	−0.088	0.105
nob_e	−0.071***	0.001	−0.044	0.150
nob_d	−0.005	0.967	−0.143	0.389
lev	−0.019	0.819	0.075	0.236
roa	−0.137	0.683	−0.001	0.997
size	0.029	0.380	−0.042	0.439
mtob	0.062**	0.047	0.017	0.622
ind	−0.457	0.103	−0.624	0.155
gov_index	−0.008	0.650	0.003	0.914
law_index	0.011	0.154	−0.013	0.276
行业	控制	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制	控制
Pseudo R ²	0.0559		0.0697	
Prob > χ^2	0.0000		0.0000	
N	3 700		1 639	

注:回归分析考虑了异方差,并进行了行业和年份的 cluster 调整。

3. 首任高管去职与会计信息质量变化

假说 3 预测首任高管去职后企业会计信息质量会提高。对假说 3 的检验结果见表 5。检验该假说所用的样本为首任高管离职样本,其中变量 chg 是标识首任高管离职状态的变量,首任高管离职后该变量取 1,在职时取 0。从表 5 可以看到,无论是采用操纵性应计数绝对值还是直接以操纵性应计数回归,除了以操纵性应计数绝对值回归中民营企业的 chg 系数仅仅在边际上显著外,国有企业和民营企业的变量 chg 的系数均显著为负,可能的原因是,相对于国有企业,民营企业在首任高管去职后与外部利益相关者的私下沟通仍较多,信息质量的改进较小。总体而言,表 5 的结果支持假说 3。

表 5 上市公司首任高管去职后企业的会计信息质量

变量/参数	操纵性应计数绝对值		操纵性应计数	
	国有企业	民营企业	国有企业	民营企业
Intercept	-0.341*** (0.000)	-0.189*** (0.002)	0.114** (0.038)	0.119 (0.128)
chg	-0.00506* (0.088)	-0.00528 (0.178)	-0.0236*** (0.000)	-0.0376*** (0.003)
pc	0.000419 (0.861)	-0.00483 (0.143)	0.00112 (0.788)	-0.0144 (0.115)
nob_s	-0.0138*** (0.000)	-0.0119*** (0.000)	0.00352 (0.312)	0.000372 (0.928)
nob_e	-0.00150 (0.265)	-0.00581*** (0.000)	-0.00475** (0.034)	-0.00291 (0.396)
nob_d	-0.000350 (0.935)	-0.00327 (0.698)	0.00429 (0.631)	0.0258* (0.051)
edu	0.00130 (0.300)	-0.00340* (0.072)	-0.00381* (0.063)	-0.00239 (0.493)
dimage	0.0000946 (0.559)	0.0000779 (0.760)	-0.000311 (0.235)	-0.0000212 (0.961)
work_age	0.000395 (0.350)	0.000363 (0.630)	0.00239*** (0.000)	0.00294** (0.044)
position	0.00269 (0.268)	0.000612 (0.847)	0.000442 (0.883)	-0.00763 (0.256)
lev	0.0219*** (0.001)	0.0299*** (0.000)	0.00263 (0.829)	0.0270* (0.052)
roa	0.167*** (0.000)	0.118*** (0.000)	-0.345*** (0.000)	-0.0788** (0.028)
size	0.0204*** (0.000)	0.0191*** (0.000)	-0.0168*** (0.000)	-0.00827** (0.017)
mtob	0.0119*** (0.000)	0.00637*** (0.004)	-0.0118*** (0.000)	-0.0120*** (0.005)
ind	-0.00541 (0.671)	-0.0383* (0.092)	0.00654 (0.765)	-0.101** (0.029)
gov_index	-0.00188*** (0.009)	0.000865 (0.538)	-0.00162 (0.314)	-0.00234 (0.530)
law_index	-0.000283 (0.503)	-0.000594 (0.241)	0.000959* (0.060)	-0.000400 (0.637)
行业	控制	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制	控制
Adjusted R ²	0.1801	0.1170	0.2916	0.1016
Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
N	4 909	2 197	4 909	2 197

(二)稳健性测试与进一步分析

1. 高管离职原因对结论的影响

不同离职原因对首任高管去职后企业价值和信息质量的影响会有所差异。我们在稳健性测试中分析了离职原因对离职事件所导致的累积异常回报(car)和操纵性应计数变动(delta uda)的影响。结果表明不同的离职原因对企业价值和信息质量变化的确有不同影响。但剔除一些样本观测数较少的离职组后,累计异常回报均值和操纵性应计数变动在符号上与本文预测一致,且在大部分离职组中,T 检验也与本文预期一致。因此,离职原因对企业价值

和盈余信息质量确有影响,但不影响本文的基本结论。

2. 高管离职的内生性

对假说 2 的检验可能产生影响的主要问题是高管离职的内生性,如企业可能出于培养企业内部新人的目的而辞退高管,这同时表现在更多的内部继任上。我们采用 Heckprob 两阶段回归进行稳健性测试。Wald 检验结果显示 χ^2 为 0.69, p 值为 0.4053,表明无法拒绝外生性假设,即内生性问题并不严重。这说明假说 2 的检验结论是可靠的。此外,对于假说 2,本文还是以是否由职业经理人继任作为因变量,检验其与 founder 的关系,实证结果显示 founder 的系数仍显著为负。

五、结 论

继任机制是当前中国的一个大问题,企业高管的变更对于一个组织而言影响深远。本文从关系型契约高度人格化的特征出发,推测外部人无论才华和技艺是否出众都难以替代首任高管在关系型契约中的地位。因此,内部人更有可能继任上市公司首任高管的职务,实证分析验证了这一结论。从长期来看,上市公司首任高管去职后,以往与利益相关者缔约时依赖的社会资本等优势不再,继任者应当寻求正式的替代承诺机制,弥补缔约能力的下降。本文预期上市公司首任高管去职后会计信息质量会上升,并在实证分析中给出了证据。

本文的启示在于,企业高管从企业内部选拔和培养继任者要比选择职业经理人有效得多,尤其是企业的运作严重依赖个人风格和组织习惯时更是如此。为了最大限度减少上市公司首任高管去职时的企业价值损失,通过组织再造提升公开信息披露的质量是必要的。因为从长期看,这可以为首任高管去职做好准备。

* 特别感谢匿名审稿人的建设性意见。此外,作者感谢上海财经大学孔祥博士、黄继章博士、上海海事大学娄祝坤硕士的帮助,当然文责自负。

注释:

- ①陶喜年:《吴英案全记录:亿万富姐罪与罚》,《时代周报》,2009 年 12 月 28 日。彭博、蔡胜龙:《太子奶与李途纯:一个前途未明 一个已图再起》,《信息时报》,2012 年 2 月 22 日。
- ②限于篇幅,本文仅提供部分重要参考文献,倘若读者需要完整的参考文献,可以向作者直接索取。
- ③限于篇幅,本文部分统计表格仅能列示主要变量的统计结果,倘若读者需要完整的统计表格,可以向作者直接索取。

主要参考文献:

- [1]边燕杰,丘海雄.企业的社会资本及其功效[J].中国社会科学,2000,(2):87—99.
- [2]陈凌,应丽芬.代际传承:家族企业继任管理和创新[J].管理世界,2003,(6):89—97.
- [3]雷光勇,李书锋,王秀娟.政治关联、审计师选择与公司价值[J].管理世界,2009,(7):

145—155.

- [4]刘仁军.关系契约与企业网络转型[J].中国工业经济,2006,(6):91—98.
- [5]Baker G,Gibbons R,Murphy K J.Relational contracts and the theory of the firm[J].
The Quarterly Journal of Economics,2002,117(1):39—84.
- [6]Ball R,Kothari S,Robin A.The effect of international institutional factors on properties
of accounting earnings[J].Journal of Accounting and Economics,2000,29(1):1—51.
- [7]Ball R,Shivakumar L.Earnings quality in UK private firms: Comparative loss recogni-
tion timeliness[J].Journal of Accounting and Economics,2005,39(1):83—128.
- [8]Khwaja A I,Mian A.Do lenders favor politically connected firms? Rent provision in an emer-
ging financial market[J].The Quarterly Journal of Economics,2005,120(4):1371—1411.
- [9]Williamson O E.Transaction-cost economics: The governance of contractual relations[J].
Journal of Law and Economics,1979,22(2):233—261.

The First Executives' Leaving, the Choice of the Successor and the Changes in Accounting Quality

ZHANG Chuan¹, YANG Yu-long², GAO Miao-miao²

(1.School of Economics and Management, Shanghai Maritime University,
Shanghai 201306, China; 2.School of Accountancy, Shanghai University
of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

Abstract: Listed companies' first executives contribute to corporate contracting capacity through their talents, technology and social capital, and have profound influences on corporate operation and value. The leaving of the first executives means a decline in corporate contracting capacity, resulting in a tremendous impact on the enterprises. Based on the data of Chinese A-share listed companies from 1999 to 2011 concerning the leaving of the first executives, this paper studies the effect of the leaving of the first executives on corporate value and corresponding countermeasures. It finds that the leaving of the first executives leads to the reduction in corporate value. Owning to the hardly replaceable role of the first executives in internal relational contracts of enterprises, the successor of the leaving first executive is more likely to be internal. In the long term, the leaving of the first executives gives rise to the reduction in corporate capacity of contracting with external stakeholders, so the enterprises have to depend on formal information disclosure system, thereby bringing about the rise in accounting quality.

Key words: the first executives' leaving; relational contract; accounting quality
(责任编辑 金 澜)