

总经理变更类型对国企业绩影响研究

——基于来源渠道和产生方式的交叉视角

余澳¹, 贾卓强¹, 张伟科²

(1. 四川大学 经济学院, 2. 四川大学 公共管理学院, 四川 成都 610065)

[摘要] 中共中央关于国企改革的《指导意见》提出国有企业建立健全职业经理人制度要以市场化选聘为突破口,实现经营管理者的内部培养和外部引进相结合。因此,国企总经理的变更与选用将更多地体现市场因素,实现企业的市场化经营。文章基于2011—2017年沪深A股国有上市公司的面板数据,实证检验总经理变更类型对国企业绩的影响。研究发现:从来源渠道和产生方式的交叉视角看,总经理变更类型中只有内部选聘显著改善了国企业绩。进一步将上市国企分类,发现总经理内部选聘与竞争类国企业绩正相关,与垄断类国企业绩无关。研究结果表明总经理的内部选聘发挥了内部人的熟悉度优势和市场化激励作用,更有利于激发经理人能力,促进国企尤其是竞争类国企的业绩提升,为当前国企强调内部转换和市场化选聘经理人提供了实证依据。

[关键词] 总经理变更类型;交叉视角;国企业绩

[中图分类号] F276.1, F272.92

[文献标识码] A

[文章编号] 1671-6973(2020)06-0112-13

一、引言

构建具有中国特色的职业经理人制度是当前国有企业改革的热点问题之一,其中,总经理变更与国企业绩提升之间的关系是当前学术研究的一个重点内容。一些学者认为总经理更换能带来国有企业业绩的提高,并认为适当的更替是提高企业业绩的重要途径。^[1]而另外一些学者则持消极态度,认为总经理更换对公司业绩有负面影响。^[2-6]此外,还有学者认为总经理变更对国有企业业绩的影响不确定。^[7-8]通过对当前代表性文献的梳理,本文发现对总经理变更与国企业绩提升关系的研究,学者们要么从总经理来源渠道(内部或外部),要么从总经理产生方式(市场化选聘或行政任命)进行研究,较少有学者从交叉视角进行研究。结合当前正在进行的国企选人用人制度改革,本文试图从来源渠道和产生方式的交叉视角出发,将国企总经理变更细分为内部选聘、内部任命、外部选聘和外部任命四种类型(如表1所示),重点考察基于交叉视角下形成的总经理变更细分类型对国企业绩的影响,继续深化总经理变更与国企业绩的研究,发现其中的规律,为国企改革中的职业经理人制度的构建与完善提供参考。

表1 基于总经理来源渠道和产生方式交叉视角形成的四种变更类型

产生方式 \ 来源渠道	来源渠道	
	内部来源	外部来源
市场选聘	内部选聘	外部选聘
行政任命	内部任命	外部任命

[收稿日期] 2020-10-05

[基金项目] 四川大学中央高校基本科研业务费资助项目(2018skzx-pt74)。

[作者简介] 余澳(1980—),男,四川彭山人,四川大学经济学院副教授,经济学博士,主要研究方向为中国特色社会主义政治经济学;贾卓强(1995—),男,山西长治人,四川大学经济学院博士研究生,主要研究方向为社会主义市场经济理论;张伟科(1986—),男,甘肃会宁人,四川大学公共管理学院副研究员,经济学博士,主要研究方向为公共政策与公司金融。

二、文献回顾与研究假设

(一)不同来源渠道继任的总经理与国有企业业绩

本部分将探讨总经理发生变更后,不同来源渠道继任的总经理对于国有企业业绩的影响及其作用机理。

变更后的总经理从来源渠道上可分为内部继任者和外部继任者。对于继任者不同来源对企业业绩的影响,研究者存在不同意见。岑永嗣和黎文靖(2014)研究发现总经理变更期间的业绩变化与内部继任显著正相关。^[9]Hambrick 和 Mason(1984)的研究认为业绩与总经理的外部继任正相关,由于外部继任者受公司现状的影响和工作束缚小,更有可能影响组织变革,转换经营策略并最终提高公司业绩。^[10]刘鑫等(2019)也认为外部总经理与高管团队的异质性将正向调节企业业绩。^[11]基于深化国有企业改革的需要,有必要针对国有企业特点具体分析内外部总经理的优劣,找到更适合的继任管理者。首先,考虑企业熟悉程度。来源于内部的总经理通常参与过以往的公司项目和公司战略的制定,清楚国有企业的运作规则,对本公司的经营方式与工作业务相对了解且适应期短,可以尽快投入到工作当中。同时,由于国有企业与政府有着天然的联系,来自企业内部的总经理拥有一定的人脉关系和政治资源,能更好地为企业经营带来政策优惠或融资便利。而来自外部的总经理对企业和人员的熟悉度稍差,需要一定的适应期,可能无法起到立竿见影的效果,对业绩的改善存在一定的滞后性。其次,考虑改革阻力。如果内部继任者有意改革,与高管团队有一定熟悉度并相互信任,可以为新任总经理带来便利,减轻改革阻力。最后,还要考虑获取成本。公司在选择外部总经理时存在信息不对称,不能准确了解候选人的能力且聘用成本可能较高,而选择内部聘用总经理会降低企业的代理成本。综上,相比外部继任者,来源于企业内部的总经理会帮助国企改善业绩。基于以上分析,提出假设 H1。

H1:来源于内部的总经理与国有企业业绩提升正相关。

(二)不同产生方式继任的总经理与国有企业业绩

本部分将探讨总经理发生变更后,不同产生方式继任的总经理对于国有企业业绩的影响及其作用机理。

变更后的总经理从产生方式上可分为市场化总经理和行政化总经理。我国国有企业的特殊性质决定了国企总经理的变更比较复杂,既存在行政上的相互调任与委派,也存在市场化的竞争选拔。本文根据宋晶和孟德芳(2012)的分类方法,^[12]将不同产生方式下的总经理定义为行政化总经理和市场化总经理。行政化总经理是指国有控股母公司直接内部指定或政府和关联企业外部委派的经理人,共同点是都带有行政化色彩。而市场化总经理指非国有控股股东内部推荐或外部市场公开招聘的经理人,共同点是都采用市场化的选拔和管理方式。行政化总经理更多的是代表国有母公司或政府的利益,经营行为缺乏独立性,可能会存在侵害中小股东利益的可能性。在薪酬方面,行政化总经理的基本工资参照公务员工资标准,绩效也有总额限制,行政化总经理的激励效果有限。而市场化总经理是竞争上岗或公开招聘产生,不仅可以保证过硬的职业素养和能力,还能基本实现市场化独立经营,总经理的价值取向与职业经理人类似,都是努力使公司利益最大化,无论是薪酬激励还是股权激励都能产生更大的激励效果,利于提升企业业绩与竞争力。总的来看,通过市场化方式选聘的总经理能最小化经理人代理成本,最大化经理人的激励力度,帮助企业选出最优秀的经理人和管理团队,规范企业经营,提升企业业绩。由此,提出假设 H2。

H2:市场化选聘的总经理与国企业绩改进正相关。

(三)来源渠道和产生方式交叉视角下继任的总经理与国企业绩

根据上文分析,变更后的总经理可从来源上分为内部总经理和外部总经理,从产生方式上分为市场化总经理和行政化总经理。但现实中两种分类存在交叉,即来自公司内部总经理既可能是上级行政任命者,也可能是由原行政身份转换而来的职业经理人;来自外部的总经理可能是政府或关联企业委派者,也可能是市场上公开招聘的经理人。因此,单从某一个角度去评价哪种总经理变更类型对国企业绩改善更好,容易忽略其内在的差异,存在一定片面性。已有的研究大多偏向于从一个角度出发,仅有少数研究将二者结合起来。柯江林等(2007)虽然将上市国有企业的总经理分为公司内部产生、股东单位派出、政府官员调职和外部人才市场招聘,但在实证分析时仍回到内部和外部两种类型,而没有进一步检验其区分出的四种类型。^[13]郑志刚等(2014)根据我国独特的制度背景将国企总经理分为内部晋升、岗位轮换和外部聘用三种变更类型,一定程度上考虑了外部来源总经理中行政轮岗和市场招聘的区别。^[14]因此,本文试图从总经理来源渠道和管理机制交叉视角出发,参考刘新民和王垒(2012)的分类,^[15]具体将总经理的变更类型划分成四种,并研究其对国

企业绩的影响差异。具体来看:(1)内部选聘是指对企业内部具有行政身份的经理人员进行职业化转换,对其执行市场化管理手段;(2)内部任命是总理由国企内部直接行政任命;(3)外部选聘是指向社会公开招聘符合条件的总经理;(4)外部任命是总经理来自党的组织部门、政府机构或关联企业的行政任命或委派。根据前述理由,不同类型都兼顾内外来源和行政与市场的优劣。内部任命的总经理虽然熟悉企业现状和团队成员,但始终存在着行政力量的干预,激励效果有限,无法放手市场化经营。外部选聘总经理又存在高代理成本与企业融合度不足的问题。外部任命的总经理或是来自政府机构或是关联企业“空降”,既无法实现效率更高的市场化管理又存在一定的适应期,短期来看对企业经营业绩的改善效果有限。总体比较得出,内部选聘的总经理是放弃行政身份并转变为市场化管理的经理人,他们能很好地兼顾内部与市场两个维度。首先,内部选聘的总经理来源于内部,能够在保证团队稳定和熟悉国企规则的基础上适度变革,而且内部人员对企业有很强认同感,所以更加注重企业的长远发展,能避免外部人的短期行为;其次,市场化管理意味着存在淘汰机制,总经理必须增强管理素质和能力,以免被淘汰,同时,市场化的薪酬激励办法能放大激励作用。由此,得出假设 H3。

H3:与另外三种类型相比,内部选聘的总经理对国企业绩的改善更为显著。

(四)总经理变更与不同行业类型的国企业绩

由于政府干预和经营目标的市场化程度不同,国企所在行业的竞争程度也不同,故总经理变更类型对企业的影响也存在差异。观察本轮国企改革的进程与现状发现,国有企业改革涉及领域正逐渐由充分竞争行业向垄断领域推进。国企改革初期主要集中在地产、食品饮料、交通运输等竞争类行业,随着改革的深入,国有企业逐渐在电力、石油、天然气、铁路等行业进行试点。故当前市场上国企按行业类型可分为竞争类企业与垄断类企业。垄断类国企尽管将竞争性业务推向市场,但由于垄断类国企大多关系国家经济命脉且肩负着改善社会民生的职能,所以国有资本占绝对优势,非国有股东想要进入管理层难度较大,因此,总经理的选聘和管理仍以行政化为主。而竞争类国企的市场化程度较高,非国有资本对公司管理决策有较大影响,行政化干预较少,有利于国有企业将目标集中于改善经营业绩,实行较为彻底的市场化管理。由此,得出假设 H4。

H4:不同变更类型的总经理对竞争类和垄断类国企业绩有不同的影响。

本文假设如图 1 所示。

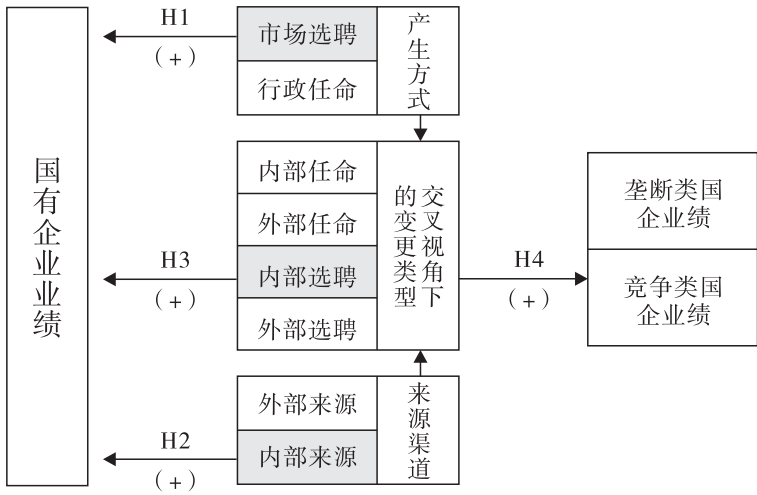


图 1 总经理变更原因与变更类型对国有企业业绩影响的假设框架

三、研究设计

(一)数据来源与样本分布

本文以 2011—2017 年沪深 A 股中发生总经理变更的国有上市公司为研究对象,剔除金融类公司(银行和保险类)、ST 和 PT 类公司、财务数据不健全公司,得到 774 家初始样本企业,在观察期内共发生总经理变更事件 1399 次。由于一个企业在选定时间范围内发生的总经理变更事件可能不止一次,故本文选择年度区

间内第一次变更且任期超过两年的总经理作为观测对象,最终得到样本企业 627 家,观察期内共发生总经理变更事件 627 次。

总经理变更原因和变更类型为手工整理。关于总经理的来源,总经理继任前在本公司任职的为内部继任,继任前在非本公司任职的为外部继任;关于总经理的产生方式,总经理继任前历任工作单位若均为国有企业或行政事业单位则视为行政化产生,若曾就职于民营或外资企业则视为市场化产生。^[16]将来渠道与产生方式交叉的数据整理为内部选聘、内部任命、外部选聘和外部任命四种总经理变更类型。需要注意的是,由于国企内部行政身份转换为职业经理人的行动仍在试点中,样本数量有限,而上市国企相较于非上市国企市场化程度较高,公司内部职业经理人的覆盖率较高,且具有能很好地兼顾内部与市场两个维度的优点,故研究样本中的内部选聘总经理以上市国企内部竞争上岗的职业经理人作为身份转换经理人的替代数据。研究样本的相关财务数据来自 CSMAR 数据库和 RESSET 数据库。为消除极端值影响,对所使用连续变量在 1%的水平上进行 Winsorize 处理。

表 2 报告了初始观测企业总经理变更类型的年度分布情况。在发生的 1399 次总经理变更事件中,有 1109 次继任者为市场化总经理,占到总样本的 80%,而行政化总经理仅占 20%。说明当前我国大部分上市国有企业或国有控股企业公司治理正在逐步改善,在选人用人方面初步实现了市场化。2011—2017 年行政任命的总经理变动较为平缓,而市场化选聘总经理增长较快,说明随着市场经济的深入发展,国有上市公司的治理逐渐规范化。尤其是 2015 年后经理人市场化选聘的比例增速变快,说明十八届三中全会提出的加快国有企业推行职业经理人制度的政策在上市企业中得到了很好的落实,无论是中央企业还是地方国企都积极响应,改革正在不断深入推进。观察来源渠道和产生方式相结合后的四种总经理变更类型,发现行政任命制下的总经理无论是来自内部还是外部,近几年比例都很低,而市场选聘的总经理所占比例逐年上升,外部选聘的总经理增速最快,内部选聘的总经理总量最多。这说明当前在职业经理人市场不完善、制度环境不健全的大环境下,内部选聘总经理仍是大趋势。因此,对于即将试点或正在探索职业经理人制度的国有企业应该将内部培养和外部引进相结合,重点放在内部经理人的培育和身份转换上。

表 2 初始观测企业总经理变更类型按年度分布情况

	行政化总经理				市场化总经理				总 计
	内部任命	外部任命	合 计	比例(%)	内部选聘	外部选聘	合 计	比例(%)	
2011	24	13	37	19	108	46	154	81	191
2012	27	12	39	23	94	36	130	77	169
2013	19	13	32	20	83	44	127	80	159
2014	24	12	36	19	101	53	154	81	190
2015	43	15	58	29	104	38	142	71	200
2016	26	18	44	19	120	63	183	81	227
2017	31	13	44	17	134	85	219	83	263
总 计	194	96	290	20	774	365	1109	80	1399

(二)变量选取

1. 被解释变量

本文采用经行业调整的业绩指标(Performance)。由于不同行业因制度环境和市场竞争等差别较大,垄断行业利润率相对较高,而充分竞争行业利润率相对较低,直接用公司业绩指标去比较总经理变动对非同行业国企业绩的影响,会导致结果不准确。因此,本文选用经行业中位数调整^①后的总资产收益率 ROA_adj 来衡量公司业绩,为保证结果的稳定性,用经行业中位数调整的净资产收益率 ROE_adj 进行稳健性检验。

2. 解释变量

总经理的变更选择(Ceochoice)为解释变量,包括来源渠道、产生方式,以及将二者交叉后得到的变更类

① 具体计算方法:根据 2012 版证监会行业分类标准,将 627 个样本公司归为 17 个大类,计算出各行业各年的业绩指标中位数,然后再用各个公司相应的业绩指标减去中位数得到用于实证分析的调整业绩。

型。从继任来源看,内部继任者(Insideceo)为反映总经理是来自内部的虚拟变量,内部继任者设为1,否则为0;外部继任者(Outsideceo)为反映总经理是来自外部的虚拟变量,外部继任者设为1,否则为0。从产生方式看,市场化总经理(Pro_ceo)为反映总经理是来自市场选聘的虚拟变量,市场总经理设为1,否则为0;行政化总经理(App_ceo)为反映总经理是来自行政任命的虚拟变量,行政总经理设为1,否则为0。从总的变更类型来看,如果总经理是内部选聘(Incontender),则设为1,否则为0;如果总经理是外部选聘(Outcontender),则设为1,否则为0;如果总经理是内部任命(Inappointee),则设为1,否则为0;如果总经理是外部任命(Outappointee),则设为1,否则为0。

3. 控制变量

根据丁友刚和宋献中(2011)、郑志刚等(2014)的研究,^[17,14]影响公司业绩的重要因素包括一些公司治理特征,如总经理薪酬(Pay)、公司规模(Size)、财务杠杆(Leverage)、增长机会(Growth)、董事会规模(Boardsize)、董事会独立性(Independence)、第一大股东持股比例(Top1)。表3报告了主要变量的描述和定义,表4为对主要变量的描述性统计。

表3 变量定义

变量类型	变量名称	缩写	变量定义
被解释变量	资产收益率(%)	ROA_adj	变更当年经过行业中位数调整的资产收益率(净资产/平均资产总额)
解释变量	内部总经理	Inside_ceo	哑变量,总经理来源于内部设为1,否则为0
	外部总经理	Outside_ceo	哑变量,总经理来源于外部设为1,否则为0
	市场总经理	Pro_ceo	哑变量,市场选聘的总经理设为1,否则为0
	行政总经理	App_ceo	哑变量,行政任命的总经理设为1,否则为0
	内部选聘	Incontender	哑变量,总经理是内部选聘设为1,否则为0
	外部选聘	Outcontender	哑变量,总经理是外部选聘设为1,否则为0
	内部任命	Inappointee	哑变量,总经理是内部直接任命设为1,否则为0
	外部任命	Outappointee	哑变量,总经理是外部委派任命设为1,否则为0
控制变量	高管薪酬(元)	Pay	变更当年总经理的薪酬(回归时取自然对数)
	公司规模(元)	Size	变更当年总资产(回归时取自然对数)
	财务杠杆(%)	Leverage	变更当年的资产负债率:负债总额/资产总额
	增长机会(%)	Growth	变更当年总资产增长率:(期末总资产-上年期末总资产)/上年期末总资产
	董事会规模(人)	Boardsize	变更当年董事人数(回归时取自然对数)
	董事会独立性(%)	Independence	变更当年独董比例:董事会中独立董事人数/董事总人数
	第一大股东持股比例(%)	Top1	变更当年第一大股东持股比例

表4 主要变量的描述性分析

变量	样本数	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
Roa_adj	627	0.035	0.030	0.056	-0.188	0.223
Inside_ceo	627	0.667	1	0.472	0	1
Outside_ceo	627	0.333	0	0.472	0	1
Pro_ceo	627	0.801	1	0.400	0	1
App_ceo	627	0.199	0	0.400	0	1
Incontender	627	0.539	1	0.499	0	1
Outcontender	627	0.262	0	0.440	0	1
Inappointee	627	0.128	0	0.334	0	1
Outappointee	627	0.071	0	0.258	0	1
lnPay	627	12.960	12.690	0.722	11.050	14.890
Leverage	627	0.537	0.551	0.203	0.082	0.993

变量	样本数	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
Growth	627	0.122	0.086	0.224	-0.346	1.196
Independence	627	0.367	0.333	0.053	0.300	0.570
lnSize	627	22.480	22.320	1.380	19.500	26.470
lnBoardsize	627	2.205	2.197	0.195	1.609	2.708
Top1	627	0.402	0.400	0.155	0.116	0.783

(三)模型设定

利用多元回归方程构建的模型如下：

$$Performance_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Ceochoice_{it} + \alpha_2 lnPay_{it} + \alpha_3 lnSize_{it} + \alpha_4 Leverage_{it} + \alpha_5 Growth_{it} + \alpha_6 lnBoardsize_{it} + \alpha_7 Independence_{it} + \alpha_8 Top1_{it} + \sum Year + \sum Industry + \epsilon_{it} \quad (1)$$

式(1)中,Performance 为被解释变量,是经过行业中位数调整的资产收益率 ROA_adj。解释变量 Ceochoice 包括总经理变更的三个层面:一是从来源分为内部继任(Inside_ceo)和外部继任(Side_ceo);二是从管理机制分为市场选聘(Pro_ceo)和行政任命(App_ceo);三是从来源与管理机制交叉视角分为内部选聘(Incontender)、外部选聘(Outcontender)、内部任命(Inappointee)和外部任命(Outappointee)。总经理薪酬(lnPay)、公司规模(lnSize)、财务杠杆(Leverage)、增长机会(Growth)、董事会规模(lnBoardsize)、董事会独立性(Independence)和第一大股东持股比例(Top1)为控制变量。

四、实证结果与分析

本部分对前文提出的假设做检验。首先,利用配对样本检验初步考察总经理的不同产生方式对国有企业业绩的影响;其次,进一步研究来源渠道和产生方式交叉视角下的总经理变更类型短期内对国有企业业绩的影响;最后,将国企按性质分类,考察总经理变更类型对竞争类国企和垄断类国有企业业绩的不同影响。

(一)配对样本检验

将总经理变更前后的业绩做配对样本检验,将样本公司总经理变更前两年业绩 ROA₋₂、前一年业绩 ROA₋₁、当年业绩 ROA₀ 和后一年业绩 ROA₁ 进行配对比较。根据正态性 Shapiro Wilk 检验,样本显著不服从正态分布,所以主要通过中位数的 Wilcoxon 符号秩检验来判断总经理变更的有效性。先从表 5 中的总变更样本来看,变更前一年与变更前两年业绩的差值 ROA₋₁-ROA₋₂ 均值和中位数为负且在 1% 的水平上显著,初步判定上市公司总经理发生变更多数与企业业绩下滑相关。ROA₀-ROA₋₁、ROA₁-ROA₋₁ 的中位数分别在 5% 和 10% 的水平上显著为正,说明变更当年和后一年的业绩显著高于变更前一年的业绩,变更总经理一定程度上起到业绩改善的作用。区分总经理的产生方式后进一步具体分析,将总变更样本分为市场化产生样本和行政化产生样本,市场化产生总经理样本 ROA₋₁-ROA₋₂ 的均值和中位数的绝对值远大于行政化产生样本的对应值(见表 5),说明国企市场化选聘总经理是因为变更前业绩出现明显恶化,需要立刻变换产生方式来改善业绩。与此同时,市场化产生总经理样本的 ROA₀-ROA₋₁、ROA₁-ROA₋₁ 中位数均在 5% 的水平上显著为正,说明国企用市场化方式更换新的总经理业绩明显改善,而行政化产生样本的 ROA 中位数在变更当年和未来一年的变化均不显著,说明行政化产生总经理后对企业业绩的影响较平稳。

表 5 总经理产生方式对国有企业业绩的影响

配对样本组	均值	标准差	中位数	Z 值
总变更样本(数量:627)				
ROA ₋₁ -ROA ₋₂	-0.0043	0.0637	-0.0033	-3.830***
ROA ₀ -ROA ₋₁	0.0029	0.0639	0.0018	-1.811*
ROA ₁ -ROA ₋₁	0.0009	0.0682	0.0034	-2.060**
ROA ₁ -ROA ₀	-0.0020	0.0472	-0.0009	-0.982
市场化产生总经理样本(数量:506)				
ROA ₋₁ -ROA ₋₂	-0.0030	0.0858	-0.0043	-3.064***

配对样本组	均值	标准差	中位数	Z 值
$ROA_0 - ROA_{-1}$	0.0073	0.0619	0.0015	-2.106**
$ROA_1 - ROA_{-1}$	0.0026	0.0728	0.0018	-2.617**
$ROA_1 - ROA_0$	-0.0048	0.0450	-0.0028	-1.477
行政化产生总经理样本(数量:121)				
$ROA_{-1} - ROA_{-2}$	-0.0003	0.0696	-0.0027	-1.921*
$ROA_0 - ROA_{-1}$	0.0026	0.0576	0.0014	-1.381
$ROA_1 - ROA_{-1}$	0.0014	0.0657	-0.0029	-1.599
$ROA_1 - ROA_0$	-0.0012	0.0475	-0.0020	-1.197

注:Z 值通过对两个独立样本进行 Wilcoxon 检验得到,是对行业调整业绩中位数的检验;*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1%统计水平上显著

(二)来源渠道和产生方式不同视角下的总经理对国有企业业绩的影响

表 6 中第(1)列和第(2)列报告了来自公司内部和外部的总经理与国企业绩的相关结果,第(3)列和(4)列报告了市场化和行政化产生的总经理与国企业绩的相关结果。

表 6 回归结果表明:第一,从总经理来源渠道来看,内部继任者(Inside_ceo)与外部继任者(Outside_ceo)的系数分别为 0.0041 和 0.0036,但只有内部继任者在 5%的水平上显著,外部继任者对公司业绩影响不显著,这与郑志刚等(2014)、张敦力等(2018)的研究结果不同。^[14,1] 本文认为国有企业与一般市场企业经营管理有一定区别,尽管外部继任者作为“外来和尚”更有助于打破窠臼推陈出新,但短期内不一定能适应国企运作规则与企业现状,因此,短期内即使做出变更也可能不会产生立竿见影的效果,而来源于内部的经理更熟悉企业与团队,对症下药的策略调整可能更有助于短期内改善企业业绩。第(1)列和第(2)列的回归结果支持了假设 H1。第二,从总经理产生方式来看,市场化选聘总经理(Pro_ceo)的系数为 0.0042 且在 5%的水平上显著,行政化任命的总经理(App_ceo)则与公司业绩不相关。与上级任命的经理人相比,市场化总经理是通过激烈的竞争选出来的,具有一定的职业素养和能力,同时,市场化总经理类似于职业经理人的管理机制,与任命制下的固定工资相比,市场薪酬与股权激励机制更能调动总经理的积极性,^[16]促使他们努力改善经营管理。因此,市场选聘总经理会显著提高公司业绩,这与宋晶和孟德芳(2012)的判断一致。^[12] 第(3)列和第(4)列的回归结果支持了假设 H2。

表 6 来源渠道和产生方式不同视角下的总经理分别与国有企业业绩的回归结果

变量	Roa_adj			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Inside_ceo	0.0041** (2.11)			
Outside_ceo		0.0036 (1.05)		
Pro_ceo			0.0042** (2.19)	
App_ceo				0.0033 (0.90)
lnPay	0.0160*** (11.05)	0.0160*** (11.05)	0.0160*** (11.05)	0.0160*** (11.04)
lnSize	0.0006 (0.60)	0.0006 (0.57)	0.0006 (0.58)	0.0006 (0.59)
Leverage	-0.102*** (-15.54)	-0.101*** (-15.52)	-0.102*** (-15.54)	-0.101*** (-15.52)
Growth	0.0739*** (16.29)	0.0741*** (16.33)	0.0740*** (16.32)	0.0740*** (16.31)

变量	Roa_adj			
	(1)	(2)	(3)	(4)
lnBoardsize	0.007 (1.31)	0.007 (1.30)	0.007 (1.31)	0.007 (1.30)
Indepence	-0.0318* (-1.93)	-0.0318* (-1.93)	-0.0318* (-1.93)	-0.0318* (-1.93)
Top1	0.0400*** (5.44)	0.0399*** (5.43)	0.0399*** (5.44)	0.0399*** (5.43)
_cons	-0.164*** (-6.86)	-0.163*** (-6.85)	-0.164*** (-6.85)	-0.164*** (-6.85)
Year/Industry	是	是	是	是
N	6895	6895	6895	6895
R ₂	0.282	0.281	0.281	0.281

注：*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1%水平上显著；括号内数值为 t 值

(三)交叉视角下的总经理变更类型对国有企业业绩的影响

表 7 中第(1)(2)(3)(4)列分别报告了总经理为内部选聘、内部任命、外部选聘和外部任命四种变更类型与国企业绩的回归结果。

表 7 中的回归结果显示：总经理四种变更类型中只有内部选聘(Incontender)的系数在 10%的水平上显著为正，为 0.0042，而另外三种变更类型的系数均不显著。结论表明总经理内部选聘结合了内部来源与市场选聘两者的优点，使得其在四种变更类型里对国企业绩的提升最明显。主要原因为(1)内部选聘来自企业内部，意味着总经理熟悉国企运作规则，对企业文化具有认同感，与外部“空降”的经理相比，一定程度上会减轻改革阻力；(2)通过竞争上岗意味着总经理能力过关，与内部行政任命的总经理相比，职业素养更强，同时，内部选聘大多执行市场化薪酬，最大限度地提高了总经理的工作积极性。综上分析，目前国有上市公司总经理发生变更后，四种变更类型中内部选聘的总经理对于改善企业业绩的效果最好。假设 H3 得到支持。控制变量方面，公司业绩与总经理薪酬(lnPay)正相关且在 1%的水平上显著，即总经理薪酬激励越高，他们越有动力改善经营管理，提升业绩水平。由表 7 可知，公司业绩与财务杠杆(Leverage)、董事会独立性(Indepence)显著负相关，与成长性(Growth)、第一大股东持股比例(Top1)显著正相关。

表 7 总经理变更类型与国有企业业绩的回归结果

变量	Roa_adj			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Incontender	0.0042* (1.90)			
Outcontender		0.0038 (0.94)		
Inappointee			0.0035 (0.79)	
Outappointee				0.0028 (0.45)
lnPay	0.0160*** (11.04)	0.0160*** (11.03)	0.0160*** (11.04)	0.0160*** (11.04)
lnSize	0.0006 (0.58)	0.0006 (0.60)	0.0006 (0.57)	0.0006 (0.57)
Leverage	-0.102*** (-15.53)	-0.101*** (-15.53)	-0.101*** (-15.52)	-0.101*** (-15.52)
Growth	0.0740*** (16.30)	0.0740*** (16.31)	0.0741*** (16.33)	0.0741*** (16.32)
lnBoardsize	0.0071 (1.32)	0.0071 (1.30)	0.0071 (1.30)	0.0071 (1.31)

变量	Roa_adj			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Independence	-0.0317* (-1.93)	-0.0319* (-1.94)	-0.0318* (-1.94)	-0.0317* (-1.93)
Top1	0.0400*** (5.45)	0.0399*** (5.43)	0.0399*** (5.43)	0.0400*** (5.44)
_cons	-0.164*** (-6.85)	-0.164*** (-6.84)	-0.163*** (-6.84)	-0.163*** (-6.85)
Year/Industry	是	是	是	是
N	6895	6895	6895	6895
R ₂	0.281	0.281	0.281	0.281

注：*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1%水平上显著；括号内数值为 t 值

(四) 总经理变更类型对不同行业类型国企业绩的影响

表 8 中第(1)(2)(3)列分别报告了总经理四种变更类型对垄断类、竞争类和全行业国企的业绩影响。

表 8 中的回归结果显示：全样本检验结果与上文一致，即在四种类型中只有内部选聘(Incontender)对业绩的影响显著，且在 10%的水平上显著为正，而其他三种类型与企业业绩无关；在垄断类国企中，四种类型均不显著；而在竞争类国企中，内部选聘(Incontender)的系数为 0.0043，在 5%的水平上显著为正，外部任命(Outappointee)的系数为-0.0128，在 10%的水平上显著为负，其余两种变更类型的系数均不显著。结论表明：对于竞争类企业而言，总理由内部选聘产生更有利于其在熟悉企业的基础上推行市场化经营，进而短期内提升企业业绩，而外部空降的行政总经理并不利于企业业绩改善；对于垄断类企业而言，总经理的变更无论采用哪种方式，均对企业业绩没有影响，说明管理者的个人能力和背景对石油、石化、电力、军工等垄断类企业经营情况几乎没影响。假设 H4 得到支持。

表 8 总经理变更类型与不同行业类型国企业绩的回归结果

Variables	Roa_adj		
	(1) 垄断类	(2) 竞争类	(3) 全行业
Incontender	-0.0022 (-0.43)	0.0043** (1.74)	0.0040* (1.99)
Outcontender	0.0104 (1.31)	-0.000550 (-0.12)	0.00405 (1.01)
Inappointee	0.0105 (1.13)	-0.00123 (-0.28)	0.00379 (0.87)
Outappointee	0.00654 (0.80)	-0.0128* (-1.68)	0.00318 (0.50)
lnPay	0.00774** (2.09)	0.0173*** (10.76)	0.0160*** (11.06)
lnSize	0.00342* (1.97)	0.000307 (0.24)	0.000577 (0.59)
Leverage	-0.106*** (-9.56)	-0.0873*** (-10.45)	-0.102*** (-15.53)
Growth	0.0847*** (8.28)	0.0653*** (14.33)	0.0739*** (16.29)
lnBoardsize	0.0119 (1.17)	-0.000901 (-0.14)	0.00709 (1.30)
Independence	-0.0279 (-0.68)	-0.0304* (-1.66)	-0.0318* (-1.93)
Top1	0.0334** (2.30)	0.0342*** (3.84)	0.0399*** (5.43)

Variables	Roa_adj		
	(1) 垄断类	(2) 竞争类	(3) 全行业
_cons	-0.167*** (-3.50)	-0.199*** (-6.94)	-0.164*** (-6.86)
Year/Industry	是	是	是
N	1716	5179	6895
R ₂	0.300	0.246	0.282

注：*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1%水平上显著；括号内数值为 t 值

(五)稳健性检验

1. 工具变量法

现实情况是总经理变更与公司业绩之间可能存在一定的内生性问题。例如：总经理变更类型不仅会给企业业绩带来影响，经营业绩变差同样可能会导致公司总经理的更换，甚至影响变更类型，出现反向因果的现象。因此，本文借鉴逯东等(2020)的思路，^[18]考虑将企业注册地所在省份的基督教堂数量(Christ)作为工具变量，进行二阶段回归以缓解可能的内生性问题。由于现代企业制度源于西方，公司经营理念与西方文化具有较强的关系，因此，基督教堂的数量能在一定程度上反映该地区受到西方观念和风气影响的强弱程度，进而影响该地企业的人才培养和选拔观。但基督教堂数量对本地企业业绩几乎没有直接影响，故该变量满足工具变量的相关性和外生性。采用工具变量法对本文的模型进行两阶段最小二乘回归(2SLS)，结果见表9。可以发现，第一阶段回归中工具变量 Christ 对市场化选聘总经理呈显著的正向影响，表明当地基督教堂数量多少与企业市场化的人才选拔观正相关；第二阶段使用第一阶段回归得到的市场选聘变量(Pro_ceo)重新进行回归，Roa_adj 在 5%的水平上显著为正，表明经过内生性缓解后，市场化选聘利于提升公司业绩的结论保持稳健。

表 9 二阶段回归：市场化选聘总经理与国企业绩

变量	第一阶段回归 Pro_ceo	第二阶段回归 Roa_adj
Christ	0.0024*** (9.13)	
Pro_ceo		0.0031** (2.23)
lnPay	0.1466*** (11.79)	0.0263*** (16.73)
lnSize	0.2172*** (5.58)	0.0015 (1.04)
Leverage	-0.1954** (-42.89)	-0.0893*** (-32.55)
Growth	0.1220*** (7.4701)	0.0722** (26.95)
lnBoardsize	0.0223*** (22.4260)	0.0041 (2.14)
Independence	-0.0386*** (-12.2894)	-0.0316* (-2.68)
Top1	0.1220*** (7.46)	0.04989*** (9.76)
_cons	-0.286*** (-7.74)	-0.2392*** (-11.94)
Year/Industry	是	是
N	6895	6895
R ₂	0.278	0.281

2. 替换被解释变量

首先,为考察总经理变更的滞后效应,本文使用滞后一期的国企业绩(Roa_1)作为被解释变量进行回归。表 10 的上半部分报告了总经理来源和产生方式与变更后一年业绩(Roa_1)的回归关系,下半部分报告了总经理交叉后四种变更类型与变更后一年业绩(Roa_1)的回归关系。由表 10 可知,回归结果(1)(3)(5)(7)与前文结果基本一致,市场化选聘的总经理对变更后的公司业绩正相关且在 10%的水平上显著,行政化产生的总经理对公司业绩影响不显著;内部来源总经理对公司业绩正相关且在 5%的水平上显著,而外部来源总经理对公司业绩的影响却不显著。总经理变更类型中只有内部选聘对公司业绩存在显著的正向影响,而其他三种类型对国企业绩的影响均不显著。其次,本文用经行业调整后的净资产收益率(Roe_adj)替换模型中经行业调整后的总资产收益率(Roa_adj)来进一步验证实证结果的稳定性,回归结果(2)(4)(6)(8)与前文基本一致,说明本文模型设定及实证结论较为稳健。

表 10 替换被解释变量的稳健性检验回归结果

变量	(1) Roa_1	(2) Roe_adj	(3) Roa_1	(4) Roe_adj	(5) Roa_1	(6) Roe_adj	(7) Roa_1	(8) Roe_adj
Pro_ceo	0.0084* (1.72)	0.0097* (1.75)						
App_ceo			0.0002 (0.07)	0.0119 (1.19)				
Inside_ceo					0.0039** (1.42)	0.0159*** (3.29)		
Outside_ceo							0.0030 (0.49)	-0.0013 (-0.12)
Incontender	0.0090** (1.32)	0.0169*** (3.12)						
Outcontender			-0.0042 (-1.21)	-0.0056 (-0.43)				
Inappointee					0.0025 (0.49)	0.0102 (0.98)		
Outappointee							0.0187* (1.96)	0.0145 (0.70)
Year/Industry	是	是	是	是	是	是	是	是
控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是
N	6895	6895	6895	6895	6895	6895	6895	6895
R ₂	0.193	0.193	0.192	0.193	0.193	0.193	0.192	0.193

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1%水平上显著;括号内数值为 t 值。因篇幅限制,控制变量的结果未予列出

五、结论与启示

本文利用 2011—2017 年我国上市国有企业数据分析总经理变更对国企业绩的影响。首先,通过配对样本方法初步分析了总经理的不同产生方式对国企业绩的影响;其次,进一步实证检验总经理来源和产生方式交叉形成的四种变更类型对国企业绩的影响;最后,考察总经理变更类型分别对竞争类和垄断类国企业绩的影响。研究结论为(1)从总经理来源渠道来看,内部继任总经理短期内利于国企提升业绩;从总经理产生方式来看,市场化产生的总经理对国企业绩的改善效果更好。(2)综合考虑来源渠道和产生方式交叉后的总经理变更类型,发现与其他三种类型相比,内部选聘的总经理短期内对公司业绩的改善效果最明显。(3)将国企进行行业分类后发现,内部选聘的总经理与竞争类国企业绩正相关,与垄断类国企业绩无关。以上结论表明国企选择类似于内部职业经理人的内部选聘总经理更加有利于企业转变管理方式,改善经营业绩,且对于竞争类国企业绩的改善效果更为明显。

本文研究结论对当前国有企业推行职业经理人制度提供了启示:国有企业职业经理人应当尝试从内部培养和转换。首先,本文研究认为总经理通过内部市场选聘,短期内对企业业绩改善效果最好,尽管本文实

证中的内部市场选聘并非严格意义上的职业经理人身份转换,但其由竞争产生的选拔机制和市场化的管理机制与职业经理人类似,最大限度地实现了管理者专业化经营与市场化激励,同时来自内部的总经理熟悉企业运作与团队协作,变革阻力较小。其次,结合我国实际,尽管外部引进经理有利于创新、有利于加快企业经营市场化,但是当前我国职业经理人市场不发达、制度环境不健全、国有企业董事会建设仍不完善,国企职业经理人完全由外部引进容易诱发经理人短期行为和道德风险,甚至引起国有资产流失。最后,内部市场化选聘暂时不适用于垄断类企业,而针对竞争类国企,可以适度扩大内部身份转换比例,让其大胆经营,参与市场竞争。总之,下一步国资委应继续扩大国企职业经理人制度试点,加快出台相关政策,规范国企内部职业经理人的培养,畅通现有经营管理者与职业经理人身份转换通道,以进一步转变国有企业经营机制,增强市场竞争力,实现市场化经营。

[参 考 文 献]

- [1] 张敦力,赵丽娟.外部继任、CEO-TMT相似度与公司业绩[J].财经论丛,2019(2):67—75.
- [2] SUCHARD J A, SINGH M, BARR R. The market effects of CEO turnover in Australian firms[J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2001,9(1):1—27.
- [3] 梁芸.公司业绩与高管变更的关系研究[J].武汉大学学报(哲学社会科学版),2010,63(6):877—880.
- [4] 刘青松,肖星.败也业绩,成也业绩?——国企高管变更的实证研究[J].管理世界,2015(3):151—163.
- [5] 赵淑芳.高管变动对公司绩效的影响——对自然人控股创业板高新技术企业的思考[J].科学管理研究,2016,34(3):88—91.
- [6] 胡小芳,周鸿勇.不同性质企业高管变更对绩效的影响:高管权力的调节作用[J].宁波工程学院学报,2019,31(4):101—106.
- [7] 周晓敏,刘红霞.高管变更与企业财务绩效的交互影响——来自A股上市公司的经验证据[J].商业研究,2018(12):153—161.
- [8] 陈利花.公司业绩与CEO强制变更——基于国有企业控股股东目标函数的经验数据[J].财会通讯,2018(21):57—61.
- [9] 岑永嗣,黎文靖.经理人市场、高管薪酬差距与激励效应[J].会计与经济研究,2014,28(3):37—51.
- [10] HAMBRICK D C, MASON P A. Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers[J]. Academy of Management Review, 1984,9(2):193—206.
- [11] 刘鑫,任晗,吕荣杰.外部CEO如何影响企业业绩? [J].首都经济贸易大学学报,2019,21(4):93—102.
- [12] 宋晶,孟德芳.国有企业高管薪酬制度改革路径研究[J].管理世界,2012(2):181—182.
- [13] 柯江林,张必武,孙健敏.上市公司总经理更换、高管团队重组与企业绩效改进[J].南开管理评论,2007(4):104—112.
- [14] 郑志刚,梁昕雯,吴新春.经理人产生来源与企业未来绩效改善[J].经济研究,2014(4):157—171.
- [15] 刘新民,王垒.上市公司高管更替模式对企业绩效的影响[J].南开管理评论,2012,15(2):101—107.
- [16] 杨志强,胡小璐.高管异质性、股权激励与超额现金持有——国企混改中“行政高管”与“市场高管”差异考察[J].商业研究,2018,49(11):108—118.
- [17] 丁友刚,宋献中.政府控制、高管更换与公司业绩[J].会计研究,2011(6):70—76.
- [18] 逯东,余渡,黄丹,等.内部培养与外部空降:谁更能促进企业创新[J].中国工业经济,2020,39(10):157—174.

(责任编辑:蒋萍)

The Influence of General Manager Turnover Type on the Performance of State-Owned Enterprises: A Cross Perspective of Sources and Management of General Manager

YU Ao¹, JIA Zhuo-qiang¹, ZHANG Wei-ke²

(1. School of Economics, Sichuan University;

2. School of Public Administration, Sichuan University, Chengdu, Sichuan 610065)

Abstract: The “guiding opinions” of the Communist Party of China (CPC) Central Committee on the reform of state-owned enterprises (SOEs) put forward that the establishment of professional manager

system in SOEs should take market-oriented selection as the breakthrough. Therefore, the change of general managers in SOEs will reflect more market factors to realize market-oriented operation. This paper takes the objects of listed SOEs from 2011 to 2017 to test the impact of the turnover of general managers on the enterprises' performance. The results show that; from the cross perspective of sources and management of general managers, only the internal market-based selection of general managers is positively correlated with the performance of SOEs. After classifying the listed state-owned enterprises, we find that the internal market-oriented selection of general managers is positively related to the performance of competitive SOEs, but not to the performance of monopoly state-owned enterprises. The results show that the internal training and transformation of professional managers plays an important role in the state-owned enterprises. This paper also provides an empirical basis for emphasizing the internal transformation and the market-oriented selection of managers in SOEs.

Key words: turnover type of general managers; cross perspective; the performance of SOEs

(上接第 111 页)

Scenario Generation Based on GAN and Its Application to Multi-Objective Portfolio Selection

WANG Bo, GUO Shu-dong, FU An-rui

(School of Management & Engineering, Nanjing University, Nanjing, Jiangsu 210093)

Abstract: Portfolio selection aims to allocate the wealth to a series of candidate securities, so that the expected return can be maximized while the investment risk can be minimized. Nowadays, with the rapid development of artificial intelligence, the optimization approaches to portfolio selection are improving as well. Generative Adversarial Networks is a deep learning model with impressive data generation ability, which was proposed several years ago. In this study, Generative Adversarial Networks is first used to produce a number of expected return scenarios of all securities. On this basis, a multi-objective portfolio selection model is built to maximize the expected return and Value-at-Risk of a portfolio, considering all of the generated scenarios. Then, by integrating Competitive Learning, the classical multi-objective Genetic Algorithm is improved to solve the proposed model. Finally, the effectiveness of the research is exemplified by a case study based on real market data.

Key words: portfolio selection; Generative Adversarial Networks; scenario generation; multi-objective optimization