

# 创始人保护、替罪羊与连坐效应

——基于会计违规背景下的高管变更研究

瞿旭 杨丹 瞿彦卿 苏斌

**摘要** :公司创始人在公司中有着特殊的地位,本文对会计违规背景下的高管变更中是否存在“创始人保护现象”进行了研究,并首创性地检验了这种创始人保护现象对高管变更中的“替罪羊效应”(CEO不变而CFO发生变更)以及“连坐效应”(CEO与CFO同时变更)的影响机制,研究结果发现:(1)会计违规会导致高管更高的更换率;(2)当公司存在会计违规行为时,创始人CEO的更换率比非创始人CEO低,存在创始人CEO被保护的情形,即存在创始人保护现象;(3)创始人保护会增强“替罪羊效应”,即在发生会计违规后,创始人CEO公司中CEO保留而CFO离职的概率大于非创始人CEO公司中的这种高管更换情况;(4)创始人保护会弱化“连坐效应”,即在发生会计违规后,创始人CEO公司中CEO和CFO同时离职的概率小于非创始人CEO公司中的这种高管更换情况。本文的研究对于完善公司治理结构、遏制高管变更中由于高管特殊的背景特征所导致的“保护机制”、提高公司治理效率具有重要的启示,同时文章的研究结果还能为监管机构出台更加有效的高管监管和约束政策提供一定的借鉴。

**关键词** :创始人保护 替罪羊 连坐效应 会计违规 高管更换

## 一、引言

高级管理层<sup>①</sup>的更换对于任何一个公司而言都是十分重大的事件,尤其是对于受到广泛关注的上市公司,该事件的发生可以作为信号传递给投资者,进而影响其投资决策和股价,因此,任何一家上市公司在作出高管层更换的决定时都是格外谨慎。优秀高管的企业家才能是公司重要的人力资源,能够为公司提供广阔的发展前景和增加公司的价值,作为企业创始人的高管更是如此,他们曾为公司的创立和发展作出了突出贡献,在企业发展的过程中这些创始人高管的地位和权力也日益得到巩固,那么当公司出现问题时,如何在确定相关责任人和最小化公司处理问题成本之间进行权衡就显得十分关键,它对于上市公司的发展而言具有重大的意义。创始人的特殊身份和地位是否能为其避免在公司出现问题时受到责罚则是一个值得关注和讨论的话题。

在国外已有研究发现创始人CEO更高的更换成本使得这些CEO更容易受到保护,如Shleifer和Vishny(1989)认为创始人CEO存在“壕沟效应”<sup>②</sup>,在这种情况下CEO与下一个好的CEO相比对股东更有价值,将其更换会花费更多的成本。考虑到更换创始人CEO相对更高的成本,公司董事会更有动机去保护创始人CEO免受责罚,而让其他相关人员“顶罪”。Andrew J. Leone等于2010年通过对90家有会计违规行为的上市公司和相同数量的对照公司进行实证研究,结果表明当公司存在会计违规时,创始人CEO的更换率比非创始人CEO的更换率更低,同时有创始人CEO的公司中CFO的更换率比没有创始人CEO的公司中CFO的更换率更高,CFO为创始人CEO承担了责任,成为了创始人CEO的“替罪羊”,进而证明CEO确实会因为创始人身份而被保护。

在我国学术界鲜有针对当公司创始人也是CEO时对公司高管更换行为影响的研究。事

实上,在中国特殊的经济发展环境下,对这个问题的研究具有更加重要的意义。首先,公司的创始人具有更加广泛的政治资本和社会资本,这对于一个公司的发展无疑是非常重要的;其次,在我国证券市场监管机制还不是很健全和完善的情况下,公司董事会更有机会和动机去保护对公司发展更有利的创始人CEO;再次,对于创始人CEO的这种保护可能使公司治理机制难以有效发挥作用。

本文通过沪深两市2000~2010年316家违规公司和316家对照公司CEO、CFO的更换,以及创始人CEO更换情况的实证分析,对我国市场上是否存在创始人CEO保护进行了检验,即当会计违规发生时,创始人CEO比非创始人CEO更换的可能性是否更小;当会计违规发生在有创始人CEO的公司时,CFO更有可能承担责任并且被更换,即CFO成为了创始人CEO的替罪羊;亦或是创始人CEO也难辞其咎,CFO与其一并归罪呢?本文的研究进一步丰富了国内有关高管更换研究的文献,同时为研究公司治理结构效率提供了一个全新的研究视角。

我们研究发现:(1)会计违规会导致CEO(CFO)更高的更换率;(2)当公司不存在会计违规行为CEO进行正常更换时,存在创始人保护的情形;当公司存在会计违规行为时,同样存在创始人被保护的情形,创始人CEO的更换率比非创始人CEO低;(3)创始人保护会增强替罪羊效应,这导致在会计违规发生后,创始人CEO公司中CEO保留而CFO离职的概率大于非创始人CEO公司;(4)创始人保护会弱化连坐效应,导致在发生会计违规后,创始人CEO公司中CEO和CFO同时离职的概率小于非创始人公司中的这种高管更换情况。

本文的主要贡献:第一,以往的文献鲜有将创始人高管的身份纳入高管背景特征范畴进行相关的研究,本文首创性地研究了在会计违规发生后,创始人CEO的特殊背景身份是否能够为其提供保护,为相关的研究提供了全新的视角;第二,本文开创性地研究了在我国特殊背景制度下创始人保护机制对高管变更行为的影响,对会计违规发生后,CEO与CFO4种变更情况的概率进行了检验,尤其着重检验了创始人保护对替罪羊效应和连坐效应的作用机制,进一步丰富了国内高管变更的研究文献;第三,在公司经营业绩不好或违规遭受处

罚时,高管人员能否得到及时有效的更换是公司治理结构是否有效率的表现之一,因此,文章的研究结果还对于完善公司治理结构,建立有效的高管更换制度,减少创始人保护机制的干扰影响,形成高效的人力资本遴选制度具有重要的启示作用。

本文后续的结构安排如下:第二部分对相关文献进行回顾,进行评述;第三部分在分析我国制度背景的基础上提出本文的研究假设;第四部分说明数据来源,介绍本文的样本选取与研究设计;第五部分给出描述性统计结果;第六部分为本文的多元回归结果与分析;第七部分为研究结论并提出了相应的政策建议。

## 二、文献回顾

公司会计违规被发现后是否会变更高管是一个非常有趣的话题,也是学术界和实务界非常关心的问题。早期的研究认为管理者不用承担会计违规的后果,那些有会计违规的公司并没有高管的异常更换(Agrawal et al.,1999;Beneish,1999)。但后来的研究学者认为早期的实证研究样本过小,结论缺乏说服力,之后的众多研究表明公司高管的更换与会计违规存在相关性,会计违规会导致更高的管理者更换(Desai et al.,2006)。Agrawal和Cooper(2007)通过对美国518家发生财务丑闻的公司以及对照样本进行研究发现,与没有发生财务丑闻的公司相比,发生财务丑闻的公司高管更换概率更高。Hennes等(2008)研究了在会计违规重述公告前六个月和后六个月内执行官的更换率,发现有49%的首席执行官和63%的首席财务官在此窗口内被替换了。Desai等(2006)则研究发现,会计违规发生后的24个月里,60%的违规公司至少更换了一名高管,而对照公司更换高管的比例只有35%。Wei Ting(2011)的研究也发现财务欺诈会导致下个年度更高比例的高管更换。Karpoff等(2008)通过对在1978~2006年间具有虚假陈述行为,被证监会处罚过的上市公司的大样本研究,结果表明大多数管理者都被解雇了,财务违规会导致高管个人受到处罚和更换。

可见,现有的研究均倾向于认为会计违规会导致更高的高管更换率,除此之外,还有一些研究考察了高管变更的其他影响因素,这些研究主要从公

司业绩(Denis,1995;Kaplan,1994;Warner et al.,1998;Lausten,2002;Fan et al.,2006;Kato and Long,2006)、高管持股比例(Morck,1988;Stulz,1988;Denis et al.,1997;Dahya et al.,2002)、控股股东类型(Chen and Wang,2004;程璇等,2006)、董事会特征(Weisbach,1988;Suchard,2001)、总经理和董事长两职合一(Goyal & Park,2002)等角度进行了分析。

另外一些研究则认为高管会利用自身优势和特征建立自己的保护机制,从而使自己不易受更换,高管持股比例的增加(Fama & Jensen,1983)、董事长和CEO两职合一(Goyal & Park,2002;马磊等,2008;缪柏其等,2008)、政治关联(游家兴等,2010)等都为高管构筑“堑壕”,形成“壕沟效应”提供了可能,由于创始人对于公司的发展做出了突出贡献,对公司有更大的影响力和决策能力,具有更大的价值(Rüdiger Fahlenbrach,2009),因此当公司CEO为创始人时,他们更是具有天然的优势来形成“壕沟效应”,研究表明,创始人CEO在高管更换中会受到保护(Shleifer & Vishny,1989;Palia & Ravid,2008)。这些研究一致认为公司高管能够利用“职位壕沟”弱化公司治理对高管应有的监管与约束机制,使自己免于受责,降低自己被更换的可能性。

分析已有的文献可以发现,学者们一般是孤立地研究会计违规、高管“壕沟效应”或者创始人身份对高管更换的影响,较少有人对会计违规下创始人身份这种双重情形存在时对高管更换的影响。目前Andrew J. Leone等于2010年研究了在会计违规时创始人公司中的高管更换问题,其研究结果发现当公司存在会计违规时,创始人CEO比非创始人CEO的更换率更低,“替罪羊效应”会增强,即在创始人CEO公司中CEO留任而CFO离职的概率大于非创始人CEO公司。然而,我国资本市场的发展存在特殊性,创始人CEO所面临的市场环境与文化存在显著的差异,我国上市公司的创始人在特定制度的安排下是否会受到保护有待进一步验证;同时我国尚未形成健全的经理人市场,公司CFO的聘任机制并不完全是由公司业绩或者个人能力决定,很多时候CFO的聘任关键是掌握在CEO手中,我国上市公司的CEO和CFO之间往往存在着极强的经济联动关系,在发生会计违规,高管发生变更时,一种非常常见的情况是CEO与CFO同时离职,二者之间存

在“连坐效应”。那么当会计违规发生时,创始人保护这种情况是否在我国也同样存在,并且这种创始人保护现象对“替罪羊效应”和“连坐效应”存在着什么样的作用机制?是强化还是弱化了“替罪羊效应”和“连坐效应”?本文基于我国特殊的制度背景,将会计违规样本分为有创始人CEO与不存在创始人CEO的两组样本,通过比较研究这两组会计违规样本中CEO与CFO发生变更的四种情况的概率,检验了我国上市公司是否存在创始人保护,同时检验了这种创始人保护是否对“替罪羊效应”和“连坐效应”具有强化还是弱化作用,以期为我国上市公司创始人保护机制对CEO、CFO变更情况的影响提供经验证据,更为完善高管变更中的监管与约束机制、完善我国上市公司治理结构、提高公司治理效率提供了全新的视角。

### 三、制度背景与研究假设

#### (一)制度背景

高管是公司的核心人力资源,高管变更属于公司的重大事项,根据《上市公司信息披露管理办法》第四章的规定,公司的董事、1/3以上监事或者经理发生变动,董事长或者经理无法履行职责时,公司需要进行临时报告。高管变动的信息一旦披露,上市公司和变动的高管都会受到市场监督,不仅会影响到公司在证券市场中的股价波动,同时还会使变更的高管在人力资本市场的声誉和价值受到影响,高管的不利职位变动甚至被更换不仅会使其丧失与企业管理职位相关的收益,还会严重损害经理人的市场声誉和人力资本市场价值,威胁其再就业。

当公司发生会计违规行为后,高管被更换的风险也随之增加,一方面,企业更换高管是出于对法律规范的遵循。《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)第二百三十三条规定:违反法律、行政法规或者国务院证券监督管理机构的有关规定,情节严重的,国务院证券监督管理机构可以对有关责任人员采取证券市场禁入的措施。除此之外,《深交所股票上市规则》第十六章指出:高级管理人员违反第三章第一节有关董事、监事和高级管理人员声明与承诺有关规定的,深交所将视情节轻重给予公开谴责或者公开认定其不适合担任上市公司董事、监事及其他高管人员。可见,如果高管人员存在违



规行为,那么他们会受到法律的约束,从而主动离职。另一方面,在会计违规被发现之后,更换高管也可能是公司挽回企业形象的手段之一,从而导致高管的被迫离职。此举不仅可以减小负面消息所带来的股价异常波动,还能转移公众的视线,使公众更多的将会计违规的责任归结于离职的高管,有助于企业尽早挽回声誉。因此,无论是为了遵循有关法律法规的强制性规定还是为了公司利益考虑,高管在会计违规后都面临被更换的风险。

在面对高管更换给自身所带来的不利影响,管理者一方面可以努力工作,做好企业的代理人,不断完善公司治理;但另一方面也可以利用自身特质建立自己的保护机制,创始人这一特殊身份无疑为构建保护机制提供了这样一种可能,但是在公司发生会计违规时,CEO利用创始人身份所建立的保护机制是否同样能够发挥作用,同时这种创始人保护现象对CFO的变更会产生什么样的影响?在会计违规发生后,创始人保护这种特殊的保护机制是否强化CFO成为其替罪羊的概率?虽然国外研究发现当公司存在会计违规时,与没有创始人CEO的公司相比,有创始人CEO的上市公司CFO的更换率更高,CFO成为创始人CEO的替罪羊的可能性也更大(Andrew J. Leone, 2010)。但是由于我国特殊的背景制度,企业现代公司治理理念有所欠缺,职业经理人市场尚未形成,我国的CEO群体未能实现全面职业化,并且相对于国外CFO在公司的重要地位和角色而言,我国的CFO在公司缺少一定的权利和独立性,更多的是受制于CEO,尤其是在某些公司董事会虚置、内控机制不健全以及公司治理机制不够完善的情况下,缺乏对CEO的监管和约束,CEO的权力更是被无限放大,尤其对创始人CEO而言,他们拥有更多的资源优势,造成了我国CEO一言堂的局面,许多CFO为了顾全自身利益不得不对CEO言听计从,致使其和CEO成了一根绳上的蚱蜢,当会计违规行为发生时,有可能更多的是CFO与CEO一并归罪,从而形成连坐效应,那么创始人保护机制是否同样会对这种连坐效应产生什么样的影响呢?本文将基于我国制度背景的特殊性,对我国上市公司在发生会计违规时,是否存在创始人保护现象?且这种创始人保护机制对CEO和CFO变更情况中的替罪羊效应与连坐效

应的影响机制进行深入研究。

#### (二)研究假设

##### 1. 会计违规与高管变更

公司高管通常会参与到重大会计决策中,当出现会计违规时,公司高管有着不可推卸的责任,当会计违规性质十分严重时,公司高管则面临着被更换的风险。实际上,当公司被揭露发生会计违规和财务丑闻时,会使投资者降低对公司会计信息的依赖,打击他们对违规公司股票的信心,进而抛售公司的股票,导致公司资本成本上升,公司价值下降。许多研究文献认为会计违规会产生较大的负面市场反应,如资本成本的增加(Hribar and Jenkins, 2003),更低的盈余质量(Wu, 2002; Anderson and Yohn, 2002),更高的管理者更换(Desai, Hogan and Wilkins, 2006)等。Anderson和Yohn(2002)的研究发现,财务重述报告公布前后,公众对公司公告的盈余依赖度明显下降;Graham等(2008)也发现与财务重述前签订的贷款合同相比,重述后签订的贷款合同到期日更短,担保和条款限制更多。

由于会计违规的披露会增加公司的诉讼成本和未来监管的审查(Palmrose et al., 2004),公司董事会需要考虑如何恢复财务报告的可靠性以重新获得投资者的信任。因而,Hennes等(2008)认为,更换高级管理人员有助于减轻与会计违规相关的大量费用。这是因为更换高管不仅容易向市场传递公司改头换面的信息,以有利于公司尽早从会计违规的负面形象中恢复声誉,还有助于转移投资者的关注视线,以减少会计违规所带来的对股价的影响,因此在会计违规后更换高管的可能性便增加,一般来说,最直接的方式就是更换对违规行为负责的管理人员(例如,CEO和CFO)。据此,本文提出假设1。

H1: 在会计违规宣告前后的一段时间内,公司具有较高的CEO(CFO)更换率。

##### 2. 高管特征与高管变更

虽然公司会计违规被发现后,公司董事会可能通过更换高管的方式来应对市场的消极反应以恢复投资者信心,减少相应的监管成本。但是,高管特征的不同会导致归责时也存在差异,高管所具有的某些特征能够形成一种保护机制使其免受惩罚,如高管持股比例、董事长和CEO两职合一以及高管

的政治关联都有可能为高管构筑职位壕沟(Fama & Jensen, 1983; Goyal & Park, 2002; Brickley, 2003; 马磊, 2008)。

创始人这一特殊身份同样是公司高管所具有的特征之一,对于公司的创始人CEO而言,他们更有可能比非创始人CEO拥有较高的股权、两职合一的可能性也更大,进而也更容易产生一定的壕沟效应。Morck等(1988)、Palia等(2008)研究发现,创始人CEO具有特殊资本,在公司拥有特殊地位进而会受到保护。公司保护创始人CEO主要出于以下动机:首先,创始人CEO具有更大壕沟效应,相对于非创始人CEO而言对股东具有更大的价值,将其更换掉会花费更大的成本(Shleifer & Vishny, 1989);其次,有创始人CEO的公司比没有创始人CEO的公司具有更高的回报率,因为他们在研发、资本支出上会投入的更多,更加注重公司的长远利益而不是个人的短期利益(Darius et al., 2002);再次,创始人CEO会更加努力的工作,使公司更加有利可图,创始人CEO不同的管理决策会对公司的价值和业绩上有正的影响(Darius et al., 2002)。因此,当公司发生违规时,除非创始人CEO不得不被替换,否则,董事会就会有动机去保护他们,使其免受惩罚。据此,本文提出第二个假设。

H2:当公司会计违规宣告前后的一段时间内,在控制了其他因素的影响之后,我们预计创始人CEO的更换率比非创始人CEO的更换率更低。

### 3.创始人保护与CEO、CFO变更

当公司发生会计违规行为时,董事会出于各种考虑会保护创始人CEO使其免受惩罚,创始人CEO出于自身利益的考虑也会想方设法地利用其特殊身份逃避责任,但是公司违规行为被发现后,必须要有人承担责任,情节严重的还必须迫使有关责任人离开公司。我们感兴趣的是,公司保护创始人CEO免受惩罚是否会导致CFO离职概率的增加,对高管变更中的替罪羊效应是否有强化作用,抑或是降低了CEO和CFO一并受罚的概率,弱化了CEO和CFO之间连坐效应的可能?为此我们提出了如下假说。

首先,Jensen和Mecklin(1976)指出,高层管理人员作为全体股东的代理人,同样也拥有自己的利益函数,高管出于私利,也可能利用公司资源或者

其特殊身份为自己谋取私利。当公司违规行为被发现时,对高管而言,被迫离职直接影响到个人声誉、职业发展乃至个人财富(游家兴等,2010),因此,高管有动机使自己免受惩罚。创始人CEO具有特殊的创始人资本,他们在公司具有较高的权威,拥有很大程度上的人事权,创始人CEO对公司具有更大的影响力和决策制定权力。因此,当监管部门进行立案调查时,创始人CEO会通过董事会提前和监管部门进行交流,甚至会左右违规调查朝着自己有利的方向发展,即创始人CEO有能力保护自己在一定程度上免受惩罚。然而公司违规被发现后,必然要有人承担责任,公司也有必要恢复财务报告的可信性、挽回投资者的信心。由于CFO通常会参与到公司重大的财务决策,同时直接负责财务报告的编制,更可能在会计违规时被归责。因此,我们预测,在发生会计违规时,CFO被迫离职的概率将增加。据此,我们提出本文的第三个假设。

H3:当公司会计违规宣告前后的一段时间内,CFO更换的概率在有创始人CEO的公司比在无创始人CEO的公司更高。

假设2和假设3联合起来意味着当存在会计违规时,在有创始人CEO的公司里,CEO被保留而CFO被迫离职的概率将增加,即创始人保护会对替罪羊效应有强化作用,使公司发生会计违规后,创始人CEO公司中CEO被保留而CFO被更换的概率大于非创始人CEO公司,据此,我们提出假设4。

H4:在公司会计违规宣告前后的一段时间内,CEO被保留而CFO被更换的概率在有创始人CEO的公司比无创始人CEO的公司更高。

其次,由于我国的CFO经常是受制于CEO,在公司里缺少一定的权力和独立性。尤其是在某些公司董事会虚置、内控机制不健全以及公司治理机制不够完善的情况下,缺乏对CEO的监管和约束,CEO的权力更是被无限放大,当公司CEO为创始人时更是如此,这造成许多CFO为了顾全自身利益不得不对CEO言听计从,致使其和CEO成了一根绳上的蚂蚱,当会计违规行为发生时,更多的是CFO与CEO一并归罪,但是当创始人保护机制发生作用时,这种连坐效应由于创始人保护的存在,其概率便会降低,即发生会计违规后,创始人CEO公司中CEO和CFO同时被更换的概率小于非创始人

CEO 公司 ,因此 ,基于我国特殊的制度背景 ,我们提出如下假设。

H5 :在公司会计违规宣告前后的一段时间内 ,CEO 和 CFO 同时被更换的概率在有创始人 CEO 的公司比无创始人 CEO 的公司更低。

四、样本选取和研究设计

(一) 样本选取

我们样本选取的程序主要分为两大步骤 ,第一 ,是从国泰安数据库(CSMAR)中获取了沪深两市会计违规宣告年度在 2000~2010 年 ,并且 IPO 日期可以确定的 A 股违规上市公司样本观测值 658 个 ,同时借鉴 Andrew J. Leone 等(2010)的研究 ,我们将样本控制为会计违规宣告日是在公司 IPO8 年之内的 ,这样样本就减少到了 515 个。本研究将会计违规宣告日控制在公司 IPO 的八个财务年度内是为了实现 3 个目标 : (1)增加样本中出现仍然被创始人 CEO 进行管理的公司的概率。(2)识别出创始人特定管理资本对公司生存和发展具有重要价值的公司。(3)限制样本规模过大造成的数据收集成本和费用。

第二 ,我们剔除了在 CSMAR 数据库中没有 CEO 更换数据<sup>③</sup>的观测值 28 个 ,无法在数据库中找到 匹配 对照公司<sup>④</sup>的观测值 141 个 ,以及不能获得定义变量数据信息的观测值<sup>⑤</sup>30 个 ,最后剩下违规公司样本 316 个和相应的对照公司样本 316 个。最后我们总的样本由 632 家公司构成 ,包括数量相等的违规公司和对照公司。

为了构造变量 Funder-CEO ,我们采取的方法是判断某 CEO 是否在公司 IPO 时就存

在 ,并且担任公司高管 ,如果符合这种情况 ,那么该 CEO 就被判定为一个创始人。根据这种划分标准 ,我们 632 家公司中共有 306 家创始人 CEO 公司 ,其中会计违规公司中 120 家 ,对照公司中 186 家。我们样本中没有创始人 CEO 的公司为 326 家 ,其中 196 家是会计违规公司 ,130 家是对照公司。本文具体的样本获取程序如表 1。

(二) 研究设计

1. 研究模型

为了测试创始人 CEO 如何影响 CEO 和 CFO 的更换率 ,我们将会计违规、创始人 CEO 以及会计违规和创始人 CEO 的交互项作为解释变量 ,采用 LOGIT 模型对假设进行检验 ,并根据以前文献识别出的公司特征和我国特殊的制度背景定义了一系列的控制变量 ,同时对每个模型关键的解释变量进行了预测。

模型(1) :

$$CEO\_Turnover_{it} = \beta_0 + \beta_1 Irregularity_{it} + \beta_2 Founder\_CEO_{it} + \beta_3 Irregularity_{it} \times Founder\_CEO_{it} + \beta_4 X_{it} + \epsilon \tag{1}$$

模型(2) :

$$CFO\_Turnover_{it} = \beta_0 + \beta_1 Irregularity_{it} + \beta_2 Founder\_CEO_{it} + \beta_3 Irregularity_{it} \times Founder\_CEO_{it} + \beta_4 X_{it} + \epsilon \tag{2}$$

其中 CEO(CFO)\_Turnover 是本文的被解释变量 ,表示公司 CEO(CFO)是否被更换 ,如果被更换 ,则取值为 1 ,如果没有被更换 ,则取值为 0。Irregularity ,Founder\_CEO ,Irregularity×Founder\_CEO 是本文的解释变量 ,Irregularity 表示公司是否发生会计违规 ,如果发生会计违规 ,则取值为 1 ,如果没有发生 ,则取值为 0 ;Founder\_CEO 表示公司是否存在创始人 CEO ,如果存在 ,则取值为 1 ,如果不存在 ,则取值为 0 ;Irregularity×Founder\_CEO 表示公司会计违规和创始人 CEO 的交互项 ,研究两者共同对公司 CEO(CFO)更换的影响。X 表示一系列的控制变量 ,其选择的理论依据请参见研究设计的 控制变量 部分。

假设 1 预测 ,在公司会计违规公告前后 ,会有较高的 CEO(CFO)更换率 ,即会计违规与公司的高管更换率正相关 ,我们将通过检验 Irregularity 的净效应是否显著大于 0 来测试这一假设。由于公司发生会计违规不仅会严重损害自身的市场声誉、降低公司价值 ,同时还会涉及到监管部门的调查和处罚 ,在这种情况下 ,公司最明智的选择首先是内部进行调查 ,并更换相关责任人。因此从模型(1)开始 ,我们预测 Irregularity 的净效应为正 ,同时 Irregularity

表 1 样本选取

来自国泰安数据库(CSMAR)数据库的违规观察值数据	658
减 :IPO 日期不可以确定的违规公司数据	0
违规发生在 IPO 会计年度 8 年之外的公司数据	(143)
总的可获得公司观测值	515
减 :没有 CEO 更换数据的公司	(28)
无法获得 匹配 对照的公司	(141)
无法获得定义变量数据的公司	(30)
违规公司的样本	316
加 :对照公司(在行业和 IPO 日期上匹配)	316
违规公司和对照公司样本	632



( $\beta_1$ )的系数也为正(+)并且显著。假设2预测,在公司会计违规公告前后,创始人CEO的更换率比非创始人CEO的更换率更低。即创始人CEO与公司CEO的更换负相关,将通过检验 Founder\_CEO的净效应是否显著小于0来测试这一假设。由于创始人在公司有着特殊的身份和地位,其对公司的存在和发展拥有特定的资本,这种特性为创始人的更换构造了壕沟,同时当创始人又是CEO时,那就更不容易被更换。因此我们预测 Founder\_CEO的净效应为负,同时 Founder\_CEO( $\beta_2$ )系数也为负(-)并且显著。此外,根据假设2我们还可以进一步推测会计违规和创始人CEO两者对CEO更换的交互影响同样是降低了CEO的更换,即 Irregularity $\times$ Founder\_CEO( $\beta_3$ )的系数为负(-)。

对于模型(2),我们同样预测 Irregularity 的对CFO更换的净效应为正,同时 Irregularity( $\beta_1$ )系数为正(+)并且显著。根据假设3,在公司会计违规宣告前后,CFO更换的概率在有创始人CEO的公司比在无创始人CEO的公司更高,因此我们预测 Founder\_CEO对CFO更换的净效应为正,并且交互项 Irregularity $\times$ Founder\_CEO的系数 $\beta_3$ 为正(+)。在此,我们没有单独预测 Founder\_CEO的符号,因为在正常情况下,我们没有充分理由认为CFO的更换在有创始人CEO的公司和没有创始人CEO的公司有显著的差异。

模型(3):

$$\ln \frac{\Pr(y=m|x)}{\Pr(y=m|b)} = x\beta_{m|x} \quad (3)$$

为了检验在会计违规的情况下,我国是否存在创始人保护,以及创始人保护对CEO、CFO变更的影响,尤其是对替罪羊效应和连坐效应的作用,我们将CEO和CFO的更换情况分为了4组,即CEO和CFO都不更换、CEO保留而CFO被更换、CFO保留而CEO被更换以及CEO和CFO都被更换,通过离散多元无序选择模型(Multinomial Logit Model)来研究会计违规和创始人对CEO和CFO更换情况的影响。同时我们将通过以下贝叶斯公式对离散多元无序选择模型进行转化,计算出四种情况发生概率的大小:

$$\Pr(m|x) = \frac{\exp(x\beta_{m|x})}{\sum_{i=1}^I \exp(x\beta_{i|x})}$$

并通过概率的横向比较,以此来检测会计违规情况下,我国创始人身份是否会形成保护机制,这种保护机制能否发挥作用从而对CEO、CFO之间的替罪羊效应和连坐效应产生影响。

由于离散多元无序选择模型要求选定基本组别作为参照组,因此在估计中,我们选定CEO和CFO都不更换作为参照组(BASE GROUP)。与其余3种情况,CEO保留而CFO被更换、CFO保留而CEO被更换以及CEO和CFO都被更换进行比对检验。

## 2. 控制变量

参考 Andrew J. Leone 等(2010)、David J. Denis 等(1997)、朱红军(2002)等以前文献的研究,我们设计了以下的控制变量。

公司第一大股东持股比例(First-Shareholder):反映了股权的集中度,现代公司的许多重大决策都是由股东投票决定,第一大股东所持比例越高,其所拥有的决策权和控制权就更大,其越能决定公司高管的变更。尤其是在我国上市公司一股独大现象普遍的情况下,大股东通常是国家或者国家的代言人(国有法人),对公司经理人的任免有很大的影响(朱红军,2002)。尽管我国已经通过股权分置改革和国有股减持来改变上市公司一股独大的现象,但是从我们统计的数据来看,虽然国有股份在上市公司所占比例已经大大减少,但仍就是第一大股东。大股东为了进一步保障自己的控制权,可以通过向上市公司委派高管这种人事安排来实现控制权,尤其是在一言堂的决策程序中,第一大股东的持股比例影响着公司高管变更的决策。

公司第一大股东股权性质(Nature):第一大股东的股权性质决定着上市公司的制度安排和公司治理特征,例如国有控股和外资控股的公司,国有企业和私营企业在对高管的薪酬安排、绩效考核上存在较大差异。Kato(2006)和Firth(2006)发现中国国有上市公司的高管变更对业绩的敏感度不如外资控股的公司;Eriksson发现高管变更与薪酬之间的关系对于国有企业和外资企业而言是不同的,由于外资控股的公司通常提供较高薪酬给CEO以减小其代理成本,因而CEO非正常变更的概率要比国有公司小得多。Peter Cheng的研究表明中国私营企业的高管更换和核心的盈余指标相关,而国有企业高管的更换与控制负债水平和总体的成本费

用相关。事实上国有企业与私营企业最大的不同之处就在于国有企业的高管除了考虑公司的经济职能之外,有时还要考虑其他的社会职能,如为其他国有公司进行担保等。由于产权性质问题本身较为复杂,需要深入研究,但本文并非专门针对产权进行研究,因此在本文中我们仅区分了国有控制和非国有控制。

公司高管持股比例(*Stkpro*):当高管所持股份比例越大时,其对公司的控制权就越大,董事会就更加难以更换高管。Harrison(1988)的研究发现,当高管所持股权越高时,将会增加其在董事会中的话语权和支配权,阻碍董事会的监督效率,因而会降低高管变更的概率。David J. Denis等(1997)研究了公司股权结构对高管更换的影响,结果表明高管更换的概率和高管的持股比例负相关,同时高管所持股权比例越高,高管更换对公司股票价格表现越不敏感。

公司董事会规模(*Board Size*):董事会规模在一定程度上影响着公司的决策效率和效果,同时决定着董事会对高管监督的有效性。Yermack(1996)对董事会规模做了最早的实证研究,其通过研究董事会规模如何影响高管变更和经营业绩之间的关系,发现小规模董事会能够更有效地获取内部信息,进而更有效地监督高管,解雇低劣经营业绩高管的概率也更大,即具有小规模董事会的公司,其高管变更和业绩关系更为密切,随着董事会规模增大,高管变更的潜在威胁降低。然而张俊生等(2005)和马磊等(2008)的研究却发现,董事会规模未对董事会总经理变更起到显著的解釋作用。尽管如此,本文认为董事会作为对高管进行任命、考核和解雇的直接监督主体,其构成对高管变更具有一定的影响,因此仍就将其作为控制变量。

公司独立董事规模(*Independent director*):独立董事是影响董事会治理效率的主要因素之一,众多的研究表明,独立董事具有更好的监督效力。Weisbach(1988)检验了内、外部董事在监督管理者上的差别,结果发现,在外部董事占主导地位的公司,总经理变更概率和公司业绩的关系比在董事会内部董事占主导地位的公司更强。马磊(2008)的研究也发现,我国的独立董事制度在2003年之后逐渐起到了对经理人的监督作用,独立董事的比例越

高,董事会解聘不称职经理的概率越大。

公司董事长和CEO两职合一(*Chairman\_CEO*):从现代公司治理要求来看,公司的董事长和CEO应该实行两职分离,因为董事会承担着决策控制和监督控制职能,其对经理层的任命、解聘具有绝对的话语权,如果董事长承担着CEO的职能,那么就会形成自我监督,妨碍董事会职能的行使。Jensen(1993)认为这二者的分离对董事会效率至关重要,董事长兼任CEO会使董事会在行使监督控制功能时无法区别开其个人利益。正如Goyal和Park(2002)的发现,董事长和CEO两职合一,其被更换的难度加大。

公司规模(*LN size*):公司的规模在一定程度上代表着其在行业中的地位,规模越大的公司,越容易受到公众和政府部门的关注,进而增加了外部监督。对于大公司而言,由于其任何重大决策都会引起广泛的注意和市场反应,考虑到更加大的声誉成本,大规模的公司的高管更换上会更加严格,相应地也不会纵容有特殊身份的高管。赵震宇(2007)的研究发现公司资产规模与董事长变更显著正相关。

公司销售收入(*LN revenue*):由于公司的销售收入是经营活动产生现金流量的主要来源,而现金流量对于任何一个公司的经营和发展都是至关重要的,因而公司的经理入必须保证有足够的现金流来维持公司的正常运营。公司管理者对生产经营负责,在销售收入较低的情况下,为了改变这种现状,董事会很可能考虑更换现任CEO而聘任更有能力的CEO。Andrew J. Leone等(2010)的研究发现,公司的销售收入与高管更换负相关,即销售收入越高,高管更换的概率越低。

公司经营业绩(*Performance<sub>t-1</sub>*):经营业绩是高管能力和努力的标志,当公司业绩不好时,公司进行会计造假等违规行为的动机更加强烈,在违规行为被暴露后,公司高管层更换的概率也会相应增加。龚玉池(2001)通过实证研究证明高管的非常规更换与经过调整后的资产收益率显著负相关。朱红军(2002)的研究也表明公司以前年度的经验业绩是影响高管更换的重要原因。由于经营业绩不会马上影响到高管的变更,具有一定的滞后效应,同时我国上市公司起步较迟,证券市场发育尚不十分健全,因此本文借鉴Andrew J. Leone等



(2010)的变量设置,以公司会计违规宣告前一年度的资产收益率和资产经营现金流量率来衡量公司的业绩水平。

公司的股票收益率( $BHAR_{[-250,-8]}$ ):Jerold B. Warner等人(1988)以269家上市企业为研究对象,检验了股票收益和高管变动之间的关系,发现公司高管变动与股票收益之间是负相关。Kaplan(1994)以119家美国和日本公司为对象,检验了公司股票收益率与管理层更换的关系,研究发现高层更换的可能性与股票收益率显著负相关。在此本文也借鉴Andrew J. Leone等(2010)变量设置,考虑公司会计违规宣告前250天到前8天的股票收益率对高管变更的影响。本文对各个变量的具体定义如表2。

## 五、描述性统计

参照Andrew J. Leone等(2010)的研究,我们也对违规样本和对照样本以及被创始人CEO这种特殊情况分离的样本进行了描述性统计,同时本文还对主要变量进行了Pearson因子相关性检验,并在此基础上进一步进行了列联检验。

### (一)违规样本和对照样本的描述性统计

根据获得的样本,本文对违规公司和对照样本进行了描述性统计,见表3Panel A。首先正如Panel A所表明的,创始人CEO在两个样本中的分布有

一定的差距,在违规样本中大约有37.78%的公司有创始人CEO,在对照样本中的比例稍微高一些,大约有58.73%的公司有创始人CEO。尽管如此,在违规样本中,CEO的更换率为58.10%,CFO的更换率26.67%;与此相反地,在对照样本中的CEO和CFO的更换率却低很多,CEO更换率是32.70%,CFO的更换率是12.70%。同时,我们还报告了CEO、CFO更换组合在两组公司中的情况,结果显示在违规样本中是2.43,在对照样本中是1.78,违规样本中CEO或者CFO更换的概率大于对照样本。以上的分析均表明当公司存在会计违规的情形时,CEO或者CFO被更换的可能性确实更大。

从Panel A中我们可以看到,违规公司的第一大股东持股比例(36.04%)比对照公司(41.17%)要低,同时第一大股东股权性质为国有股的比例(44.76%)也比对照公司的(63.17%)要低,这表明在国家控股的公司中,可能由于受到的监管更为严格,因而发生会计违规的情况会较少。至于高管持股比例、董事会规模、独立董事比例、两职合一情况以及公司规模在两组样本中没有太大的差异。

除此之外,我们还报告了两组样本中公司的业绩指标,总的来说,违规公司相对于对照公司而言业绩表现较差。无论是营业收入、总资产报酬率还是股票收益率等,违规公司都比对照公司要差。违

规公司的营业收入均值(中位数)为19.63(19.72),而对照公司为20.77(20.77)。违规样本的总资产报酬率( $ROA_{t-1}$ )平均值(中位数)是-8.91%(0.42%),对照样本是1.04%(2.7%)。同时,我们衡量了公司会计违规宣告前250天到前8天每家公司的股票收益率 $BHAR_{[-250,-8]}$ 。在违规样本中的 $BHAR_{[-250,-8]}$ 均值(中位数)是-0.01%(-0.08%),而在对照样本中的均值(中位数)是0.06%(0.00%)。这个结果表明了两点:第一,违规样本所经历的糟糕的经济业绩可能导致了会计违规;第二,有关违规公司的违规信息在未披露前可能已经泄露并且反

表2 研究变量、符号及定义

解释变量	含义
CEO(CFO)-Turnover	如果在公司会计违规处理公告的前6个月到后6个月之间CEO(CFO)被更换,则取值为1;否则为0
CFO、CEO-Turnover:	
CFO and CEO-Retained CFO-noCEO-Turnover CEO-noCFO-Turnover CFO and CEO-Turnover	如果在公司会计违规处理公告的前6个月到后6个月之间CEO和CFO都不更换,则取值为1;如果CEO保留而CFO被更换,则取值为2;如果CFO保留而CEO被更换,则取值为3;如果CEO和CFO都被更换,则取值为4。
解释变量	
Irregularity	如果公司有会计违规,则取值为1;否则为0,即对照公司
Founder-CEO	如果公司的CEO同样是公司创始人,则取值为1;否则为0
Irregularity×Founder-CEO	如果公司既存在会计违规,CEO又是创始人,则取值为1;否则为0
控制变量	
First-Shareholder	表示公司第一大股东的持股比例
Nature	表示公司第一大股东的股权性质,如果为国有股权,则取值为1;否则为0
Stkpro	表示公司高管的持股比例
Board Size	表示公司的董事会规模,等于公司的董事会人数
Independent director	表示公司董事会的独立性,等于公司独立董事的人数
Chairman_CEO	表示公司董事长和总经理是否两职合一,如果是,则取值为1;否则为0
LN size	表示公司的规模,等于公司会计违规公告年度总资产的自然对数
LN revenue	表示公司的销售收入,等于公司销售收入的自然对数
Performance <sub>t-1</sub>	表示公司的经营业绩,等于 $ROA_{t-1}$ ,会计违规公告前一年的收益除以年初的总资产;或者是CASHOP <sub>t-1</sub> ,会计违规公告前一年的经营性现金流除以年初的总资产,取决于模型说明。
$BHAR_{[-250,-8]}$	表示公司会计违规处理公告前250个交易日到公告前8个交易日的公司股票收益率。

应到股价中去了。

(二)被创始人 CEO 情形分离的描述性统计  
在表 3 的 Panel B 中显示了当存在创始人 CEO 的情形

表 3 违规样本和对照样本的描述性统计								
Panel A. 违规公司和对照公司的描述性统计：								
	违规公司				对照公司			
	个数	均值	中位数	标准差	个数	均值	中位数	标准差
公司所占比例								
CEO-Turnover	316	0.5810	1.0000	0.4942	316	0.3270	0.0000	0.4699
CFO-Turnover	316	0.2667	0.0000	0.4429	316	0.1270	0.0000	0.3335
Irregularity	316	1.0000	1.0000	0.0000	316	0.0000	0.0000	0.0000
Founder-CEO	316	0.3778	0.0000	0.4856	316	0.5873	1.0000	0.4931
Irregularity×Founder-CEO	316	0.3778	0.0000	0.4856	316	0.0000	0.0000	0.0000
First-Shareholder	316	36.0428	29.8900	15.5630	316	41.1688	39.9900	14.8255
Nature	316	0.4476	0.0000	0.4980	316	0.6317	1.0000	0.4831
Stkpro	316	0.0058	0.0000	0.0363	316	0.0037	0.0000	0.0226
Board Size	316	8.9048	9.0000	2.0246	316	9.4063	9.0000	2.0719
Independent director	316	2.6254	3.0000	1.2180	316	2.7778	3.0000	1.1924
Chairman_CEO	316	1.8603	2.0000	0.3472	316	1.8954	2.0000	0.3067
LN size	316	20.8278	20.8100	0.9110	316	21.4291	21.4283	1.0286
LN revenue	316	19.6276	19.7151	1.5468	316	20.7662	20.7710	1.4161
ROA <sub>t-1</sub>	316	-0.0891	0.0023	0.3625	316	0.0104	0.0270	0.1604
BHAR <sub>[-250,-8]</sub>	316	-0.0001	-0.0008	0.0042	316	0.0006	0.0000	0.0022
Panel B. 被创始人 CEO 分离的违规公司和对照公司的描述性统计：								
	违规公司				对照公司			
	个数	均值	中位数	标准差	个数	均值	中位数	标准差
CEO-Turnover								
有创始人 CEO	120	0.5167	1	0.4873	186	0.1749	0	0.3809
无创始人 CEO	196	0.6173	1	0.5018	130	0.5385	1	0.5004
CFO-Turnover								
有创始人 CEO	120	0.2667	0	0.4426	186	0.1475	0	0.3556
无创始人 CEO	196	0.2653	0	0.4441	130	0.1	0	0.3012
First-Shareholder								
有创始人 CEO	120	36.8855	30.505	16.2795	186	42.2891	40.32	15.2738
无创始人 CEO	196	35.4249	29.85	15.2059	130	39.6153	39.45	14.1926
Nature								
有创始人 CEO	120	0.4667	0	0.501	186	0.6612	1	0.4746
无创始人 CEO	196	0.4359	0	0.4972	130	0.6	1	0.4918
Stkpro								
有创始人 CEO	120	0.0062	0	0.0404	186	0.0088	0	0.0359
无创始人 CEO	196	0.0096	0	0.0437	130	0.0004	0	0.0025
Board Size								
有创始人 CEO	120	8.8833	9	1.8297	186	9.459	9	2.1832
无创始人 CEO	196	8.9128	9	2.1413	130	9.3231	9	1.9218
Independent director								
有创始人 CEO	120	2.6083	3	1.2113	186	2.8087	3	1.2051
无创始人 CEO	196	2.6359	3	1.2251	130	2.7231	3	1.1814
Chairman_CEO								
有创始人 CEO	120	1.8917	2	0.3121	186	1.9333	2	0.2505
无创始人 CEO	196	1.8	2	0.4017	130	1.8583	2	0.3502
LN size								
有创始人 CEO	120	20.847	20.8	0.9192	186	21.5643	21.6084	0.9248
无创始人 CEO	196	20.8197	20.83	0.9	130	21.2501	21.1753	1.1377
LN revenue								
有创始人 CEO	120	19.623	19.8023	1.6593	186	21.0056	20.9379	1.0654
无创始人 CEO	196	19.6065	19.6739	1.5409	130	20.4402	20.5173	1.7559
ROA <sub>t-1</sub>								
有创始人 CEO	120	-0.051	0.0057	0.4352	186	0.0226	0.0315	0.1722
无创始人 CEO	196	-0.1129	-0.0101	0.3081	130	-0.0073	0.0179	0.1421
CASHOP <sub>t-1</sub>								
有创始人 CEO	120	0.0097	0.0252	0.1338	186	0.0487	0.0489	0.0608
无创始人 CEO	196	0.0071	0.0166	0.1025	130	0.0517	0.044	0.1198
BHAR <sub>[-250,-8]</sub>								
有创始人 CEO	120	0	-0.0009	0.0058	186	0.0006	0	0.0022
无创始人 CEO	196	-0.0002	-0.0008	0.0027	130	0.0005	-0.0001	0.0022

时,被这种情形分离的违规样本和对照样本的描述性统计。首先从违规公司和对照公司的比较来看,大致与 Panel A 中描述的情形类似,无论是否公司有创始人 CEO,在违规样本中的 CEO、CFO 的更换率都比对照公司的相应比率要高,说明会计违规确实对公司高管的更换产生了正的影响。其次从公司有无创始人 CEO 来看,在违规样本中有创始人 CEO 的公司比无创始人 CEO 的公司中 CEO 更换率低,而 CFO 的更换率以及 CEO 被保留而 CFO 被更换的比率都要高,与我们的假设一致;同样地,在对照样本中,所得到的结果与我们的预期一样,有创始人 CEO 的公司 CEO(CFO)的更换率比无创始人 CEO 的更换率低(高)。那么是否就此说明我国存在创始人保护现象呢?这有待进一步的检验。除此之外,Panel B 也表明违规公司中的第一大股东比例、国有股权所占的比例小于对照公司,对照样本中拥有的国有控股的公司更多,同时违规公司的业绩要比对照公司更差。

(三)因子相关性检验

在表 4 中本文给出了被解释变量与解释变量和各主要控制变量之间的皮尔逊(Pearson)相关系数,从检验结果中可以看出,与我们的假设 1 和上文的描述性统计一致,公司的 CEO 和 CFO 更换率都与会计违规(Irregularity)显著正相关( $p\text{-value}<0.01$ ),说明会计违规对 CEO 和 CFO 的更换有正的影响。同时创始人 CEO(Founder\_CEO)与 CEO 的更换率显著负相关( $p\text{-value}<0.01$ ),但与 CFO 更换率的相关性不明显,这可能是由于对全样本进行分析的缘故,在后面的回归分析中我们将分样本进一步检验。从控制变量来看,CEO、CFO 的更换率与公司第一大股东的股权性质显著负相关,如果第一大股东是国有性质的,那么该公司更换 CEO、CFO 的概率降低;同我们的假设一致,CEO、CFO 的更换率与公司销售收入显著负相关,表明如果高管能够使得公司保持越高的销售收入,其更换的概率也越低。

表4 因子相关性 Pearson 检验结果

	CEO-Turnover	CFO-Turnover	Irregularity	Founder-CEO	Nature	Independent director	size	revenue
CEO-Turnover	1							
CFO-Turnover	0.0391	1						
	0.3262							
Irregularity	0.2543***	0.1753***	1					
	0	0						
Founder-CEO	-0.2765***	-0.0083	-0.2090***	1				
	0	0.8355	0					
Nature	-0.1359***	-0.0792**	-0.1873***	0.0819**	1			
	0.0006	0.0466	0	0.0395				
Independent director	-0.0449	-0.0898**	-0.0574	0.0208	-0.0822**	1		
	0.2602	0.024	0.1495	0.602	0.0388			
size	-0.1805***	-0.1822***	-0.2988***	0.1445***	0.1681***	0.2492***	1	
	0	0	0	0.0003	0	0		
revenue	-0.2278***	-0.1652***	-0.3617***	0.1662***	0.1987***	0.2400***	0.7778***	1
	0	0	0	0	0	0	0	

注:表中\*\*\*表示通过1%的显著性检验,\*\*表示通过5%的显著性检验,\*表示通过10%的显著性检验。

#### (四)列联检验

为了更加直观地呈现出公司是否有会计违规和是否有创始人CEO对公司高管更换的影响,本文在表5中列示了CEO更换的列联表。Panel A报告了CEO的更换率,从会计违规的层面看,在有创始人CEO的公司中,违规公司和对照公司CEO之间更换率的差异是31.05%,这个差异在1%的水平是显著的,与我们假设1一致,说明会计违规会对公司高管更换产生正的显著影响;同样地,在没有创始人CEO的公司,违规公司和对照公司CEO之间更换率的差异是7.89%,在10%的水平也是显著的,与我们所预测的会计违规会增加公司高管更换概率一致。从创始人CEO的层面看,在违规样本中,和没有创始人CEO公司61.73%的更换率相比,有创始人CEO公司的更换率为51.67%,并且这两个更换率之间10.06%的差异在5%的水平是显著的;同样,在对照样本中,有创始人

CEO更难被更换的现象。

表5的Panel B报告了CFO的更换率。从会计违规层面看,同样地会计违规公司中CFO的更换率显著高于对照公司CFO的更换率。从创始人CEO层面看,无论是违规样本还是对照样本,在有创始人CEO的公司中CFO的更换率都比没有创始人CEO的公司中CFO的更换率要高。在违规样本中,有创始人CEO的公司中CFO的更换率是26.67%,没有创始人CEO中CFO的更换率是26.53%,两者间的差异0.14%,与假设3相符,但是两者之间的差异并不显著;在对照样本中,有创始人CEO的公司中CFO更换率是14.52%,没有创始人CEO公司中CFO的更换率是10.00%,差异为4.52%,差异不具有统计显著性。

列联检验表明,会计违规会增加CEO和CFO的更换概率,同时创始人CEO的存在会降低CEO的更换率,同时增加CFO的更换率,但是否以此就能说明我国可能存在创始人保护,从而对CEO、CFO更换的替罪羊现象产生影响呢?这还需要后面的进一步分析,以上仅是对有无会计违规和创始人CEO对公司高管更换影响的单变量测试,在后面的部分,本文报告了在控制了其他可能影响高管更换的因素后多变量测试的结果,以及CEO、CFO更换分组进行多元LOGIT回归和CEO、CFO共同变化的离散多元无序选择模型回归的结果。

## 六、多元回归分析

### (一)会计违规、创始人保护与CEO更换的回归结果

本文根据前面所设计的模型(1)和(2)进行了LOGIT回归,回归结果列示于表6。表中的第一列报告了以 $ROA_{t-1}$ 作为业绩衡量指标时CEO更换的情况,首先,分析会计违规对CEO更换的影响,在这里Irregularity( $\beta_1$ )的系数为正但并不显著,而交互项的系数又是显著的,表明Irregularity对CEO\_Turnover的作用受Founder\_CEO的影响。为此我们进行了条件控制下的分析,我们发现,当控制住FOUNDER\_CEO=1

表5 CEO更换的列联表

Panel A. CEO 更换公司百分比				
	违规公司	对照公司	差异	T值
有创始人CEO	51.67%	17.74%	31.05%***	6.3134
	N=120	N=186		
无创始人CEO	61.73%	53.85%	7.89%*	1.4082
	N=196	N=130		
差异	-10.06%**	-36.10%***		
T值	-1.75	-6.9285		
Panel B. CFO 更换公司百分比				
	违规公司	对照公司	差异	T值
有创始人CEO	26.67%	14.52%	1.93%***	2.652
	N=120	N=186		
无创始人CEO	26.53%	10.00%	16.53%***	3.7238
	N=196	N=130		
差异	0.14%	4.52%		
T值	0.0265	1.187		

注:表中\*\*\*表示通过1%的显著性检验,\*\*表示通过5%的显著性检验,\*表示通过10%的显著性检验。



表6 模型(1)(2)的LOGIT回归结果

		(1)	(2)		(3)	(4)
	预测	CEO 更换		预测	CFO 更换	
Intercept		3.4286*	3.8971*		4.6475*	4.6487*
		1.6459	1.8854		1.8008	1.8
Irregularity	+	0.1559	0.1679	+	1.0513***	1.0094***
		0.6428	0.6904		3.0565	2.9151
Founder_CEO	-	-1.5607***	-1.5885***		0.6096*	0.6137*
		-5.8849	-5.9603		1.6372	1.6489
Irregularityx Founder_CEO	-	1.1907***	1.1898 ***	+	-0.6376	-0.6314
		3.3217	3.3181		-1.3857	-1.3752
First_Shareholder		0.0004	-0.0012		-0.0079	-0.0073
		0.0622	-0.1869		-0.9985	-0.9421
Nature		-0.3681*	-0.3106		-0.1728	-0.1868
		-1.8266	-1.5527		-0.7136	-0.7774
Sitpro		-6.3062*	-6.4768		-1.3394	-1.321
		-1.6868	-0.4054		-0.4084	-0.4024
Board Size		0.0371	0.0191		0.0222	0.029
		0.7507	0.3944		0.3802	0.5113
Independent director		-0.0425	-0.0427		-0.1706*	-0.1700*
		-0.5132	-0.5161		-1.8445	-1.8374
Chairman_CEO		-0.1272	-0.1094		0.8086**	0.8382**
		-0.4743	-1.7229		2.1219	2.1845
LN size		-0.0121	-0.0109		-0.3594**	-0.3677**
		-0.0859	-0.0774		-2.1295	-2.1774
LN revenue		-0.1376	-0.1521		-0.0083	-0.0047
		-1.4289	-1.6137		-0.0783	-0.0447
ROA <sub>t-1</sub>		-0.5739			0.1378	
		-1.6186			0.3925	
CASHOP <sub>t-1</sub>			-0.5899			-0.7114
			-0.6809			-0.7304
BHAR <sub>t-250,-5]</sub>		38.7391	32.1319		3.1497	13.308
		1.3453	1.0616		0.1083	0.454
McFadden R-squared		0.1249	0.1239		0.0711	0.0716

注：表中\*\*\*表示通过1%的显著性检验，\*\*表示通过5%的显著性检验，\*表示通过10%的显著性检验。

时,会计违规与CEO更换显著正相关,可以在一定程度上证明我们的假设1。其次,分析创始人对CEO更换的影响,当Irregularity=0,没有会计违规时,Founder\_CEO的系数( $\beta_2$ )为负,并在1%的水平显著(-1.5607),这表明创始人CEO的存在会降低公司CEO的更换率;当Irregularity=1,存在会计违规时,Founder\_CEO对CEO更换的净效应为-0.37 $(-1.5607+1.1907\times 1=-0.37)$ ,仍然显著为负,表明创始人身份确实对CEO的更换产生了保护作用,使其免受责罚,我们的假设2成立。

由于ROA的分子是净利润,其比较容易被操纵,同时很可能包含任何错报的影响,故用ROA作为业绩衡量指标存在一定的瑕疵。因而,在表5的第2列,我们报告了用经营性现金流(CASHOP<sub>t-1</sub>)作为衡量公司财务业绩指标时的结果。从表中可以看出,当使用经营性现金流时,我们的结果实际上与在回归中使用ROA时获得的结果是类似的。

(二)会计违规、创始人保护与CFO更换的回归结果

在表6的第3列和第4列,本文列示了模型(2)回归的结果,在这儿CFO的更换率是因变量。首先分析Ir-

regularity对CFO更换的影响,从表中我们可以看到,当Founder\_CEO=0时,Irregularity的系数( $\beta_1$ )为正(+1.0513)且显著(P值<0.01);当Founder\_CEO=1时,Irregularity对CFO更换率的净效应仍然显著为正,由此表明当会计违规被报告时,CFO更换的可能性增加,与本文假设1一致。其次我们分析Founder\_CEO对CFO更换的影响,当Irregularity=0,没有会计违规时,Founder\_CEO的系数显著为正(+0.6096),表明创始人CEO的存在增加了CFO的更换率;当Irregularity=1,存在会计违规时,Founder\_CEO对CFO更换影响的净效应仍然显著为正,进一步表明在会计违规时,创始人CEO会对CFO的更换产生显著影响,与我们的假设3一致,这表明当公司存在会计违规时,CFO的更换会受到创始人CEO的影响,创始人CEO的存在一定程度上会提高CFO的更换,但对于是否由此就可以说明CFO是CEO的替罪羊,我们还不能做出定论,还需要进一步地测试。如表5第4列所显示的,当用CASHOP<sub>t-1</sub>替代ROA<sub>t-1</sub>时,结果还是相似。

从以上的检验中我们可知,会计违规确实会增加公司CEO(CFO)的更换,出于对违规成本的考虑,上市公司会采取对相关责任人进行更换处罚的方式以减轻市场的不良影响,我国的监管机制发挥了作用。同时,CEO的创始人身份会对其产生一定的保护,具有壕沟效应,不管是否存在会计违规,创始人身份会降低CEO的更换率;此外,在会计违规发生后,CEO的创始人身份也会减小CFO的更换,与我们的假设不符,后文将进行进一步的检验。

(三)创始人保护与CEO、CFO变更的回归结果

在前面的描述性统计和LOGIT回归分析中,我们已经证明了会计违规会增加CEO和CFO的更换率,同时CEO的创始人身份会降低CEO和CFO的更换率。那么在会计违规的情况下,创始人保护究竟会对CEO、CFO变更的概率产生怎样的影响呢?

我们对此进行了CEO、CFO更换的联合检验。我们先大致描述下联合检验中主要变量

的样本分布。在全部 632 样本中,CEO、CFO 均不更换的样本数最多,合计 283 个,占比达到 44.78%。其次为 CEO 变更而 CFO 留任的情况,样本数为 225 个,占比 35.6%。最后 CEO 留任而 CFO 变更与同时变更的样本数大致相同,约为 60 左右,见表 7。

表 8 报告了样本中会计违规与 CEO 为创始人的状况,违规样本与对照组均为 316 个。而 CEO 是否是创始人在两个组别也大致在均衡,分别为 326 个与 306 个,没有发现存在样本偏向。

我们按照离散多元无序选择模型,对 CEO 和 CFO 更换与保留的 4 种联合情况进行了检验,并由模型估算出了这 4 种情况各自产生概率的大小,以验证创始人保护对 CEO 和 CFO 更换所产生的影响。检验结果如表 9 所示,概率预测结果如表 10。

由于多元 LOGIT 回归模型的特殊性,基本组别

表 7 CEO 变更、CFO 变更  
情况的样本分布

	Freq.	Percent	Cum.
两者都不变更	283	44.78	44.78
CEO 不变、CFO 变更	63	9.97	54.75
CEO 变更、CFO 不变	225	35.6	90.35
同时变更	61	9.65	100
Total	632	100	

表 8 会计违规、创始人  
CEO 的样本分布

	Founder_CEO		
IRREGULARITY	0	1	Total
0	130	186	316
1	196	120	316
Total	326	306	632

的存在使得我们的实证结果解释都是基于基本组别而言的。在本文中我们以 CEO、CFO 都不更换为参照组,因此上表的实证结果解释都是基于 CEO、CFO 都不更换这种情况。我们分析的思路是:第一阶段分析

表 9 CEO 和 CFO 更换的联合检验结果

	(1) CFO&CEO Retained	(2) CFO-noCEO Turnover	(3) CEO-noCFO Turnover	(4) CFO&CEO Turnover
IRREGULARITY	0	1.498** (2.262)	0.138 (0.516)	0.892** (2.099)
Founder_CEO	0	1.507** (2.346)	-1.378*** (-4.963)	-2.182*** (-2.726)
Irrregularity_Founder_CEO	0	-1.331* (-1.758)	1.057*** (2.683)	1.779** (2.008)
First_Shareholder_per	0	0.00728 (0.570)	-0.00107 (-0.125)	-0.0171 (-1.180)
Property_Right	0	0.0607 (0.182)	-0.203 (-0.915)	-0.529 (-1.499)
Share_Concentration	0	0.00203 (0.143)	0.0144 (1.603)	-0.000150 (-0.0106)
Board_Size	0	-0.00136 (-0.0174)	0.00718 (0.142)	0.0258 (0.332)
LnAsset	0	-0.441* (-1.823)	0.0262 (0.169)	-0.295 (-1.211)
LnSales	0	-0.138 (-0.880)	-0.197* (-1.825)	-0.140 (-0.924)
ROA	0	-0.706 (-1.260)	-1.072** (-2.295)	-0.180 (-0.351)
CASHOP	0	-1.990 (-1.314)	-0.650 (-0.633)	0.292 (0.228)
Constant	0	8.840** (2.340)	2.828 (1.238)	8.018** (2.156)
Observations	632	632	632	632

注:表中\*\*\*表示通过 1% 的显著性检验,\*\*表示通过 5% 的显著性检验,\*表示通过 10% 的显著性检验。

会计违规对更换本身造成的效应,因为会计违规是我们研究的基本环境,而创始人保护(FOUNDER\_CEO)的系数是未发生会计违规(IRREGULARITY=0)情况下回归得出的,该系数与会计违规无关,分析意义不大,在此不进行讨论;在第二阶段,我们基于会计违规进一步分析创始人保护的作用,进而得出在会计违规的情况下,创始人保护对我国 CEO 和 CFO 更换所产生的影响。

首先,我们考察第二组,CEO 不变更、CFO 变更的情况,发现创始人保护是导致 CFO 变更的重要原因,区分了两种情况:(1)当在非创始人公司(Founder\_CEO=0)时,IRREGULARITY 系数=1.498(p-value<0.05),说明在非创始人公司,会计违规对 CFO 的更换存在显著影响,更换概率由 2.3% 上升至 9.69%。(2)当在创始人公司(Founder\_CEO=1)时,CFO 更换而 CEO 不更换的概率更高了,虽然交互项 IRREGULARITY×Founder\_CEO 符号为负,但创始人保护的系数的总效应=1.507-1.331=0.176>0(p-value<0.05)。说明相对于无人承担责任,即两者都不更换的情况而言,创始人保护使得当发生会计违规时 CEO 不更换、CFO 更换的情况更有可能发生。根据预测概率的结果显示,创始人保护使得 CFO 更换、而 CEO 不更换的概率由 9.69% 进一步上升至 13.33%。

会计违规造成的第二种最有可能出现的情况是,CEO 与 CFO 的同时变更,即所谓的连坐效应。连坐效

表 10 离散多元无序选择  
模型的结果的概率预测

CFO and CEO-Retained			
	Case 1	Case 2	Case 3
Irrregularity	0	1	1
Founder_CEO	0	0	1
Irrregularity×Founder_CEO	0	0	1
Turnover Probability:	43.84%	28.57%	35.00%
CFO-noCEO-Turnover			
	Case 1	Case 2	Case 3
Irrregularity	0	1	1
Founder_CEO	0	0	1
Irrregularity×Founder_CEO	0	0	1
Turnover Probability:	2.30%	9.69%	13.33%
CEO-noCFO-Turnover			
	Case 1	Case 2	Case 3
Irrregularity	0	1	1
Founder_CEO	0	0	1
Irrregularity×Founder_CEO	0	0	1
Turnover Probability:	46.15%	44.89%	38.33%
CFO and CEO-Turnover			
	Case 1	Case 2	Case 3
Irrregularity	0	1	1
Founder_CEO	0	0	1
Irrregularity×Founder_CEO	0	0	1
Turnover Probability:	7.69%	16.83%	13.33%

## 创始人保护、替罪羊与连坐效应

### 中国上市公司研究

应 同样由于是否是创始人公司而有所区别:(1)当在非创始人公司(Founder\_CEO=0)时,会计违规造成连坐的系数的总效应=0.892( $p$ -value<0.05),会计违规很可能造成CEO与CFO同时离职,预测概率由7.69%上升至16.83%。(2)当在创始人公司时(Founder\_CEO=1)时,相对于基本组别,创始人保护对连坐的效应起到负面作用,系数总效应=1.779-2.182=-0.403( $p$ -value<0.05),意味着此时连坐的可能性甚至小于两者都不更换的概率(基本组别),创始人保护使得连坐的概率降低了,由16.83%下降至13.33%。

第三,我们考察了CEO变更而CFO留任的情况,从与基本组别的对照来看,会计违规的系数在统计上的非显著性揭示了会计违规对CEO更换、而CFO留任影响不大,预测概率仅从46.15%下降到44.89%,尤其在创始人公司中,相对于两者都不更换,此时创始人保护对CEO变更而CFO留任的总效应=-1.378+1.057=-0.321。相对于基本组别,更换概率进一步显著下降了,从44.89%降至38.33%。

以上3种解释暗示了CEO创始人保护现象的存在。它使得CFO的替罪羊效应增强,而连坐效应弱化,验证了我们的假设4和假设5。但是由于对于系数的解释均是基于基本组别而做出的,这种证明是相对间接的,因此,我们额外地在组别之间进行比较以考察在创始人保护作用下替罪羊效应与连坐效应两种更换情况哪一种出现的概率更大来进一步验证创始人保护对于替罪羊效应的增强和连坐效应的弱化作用。

我们以第四组别CEO、CFO同时更换为对照,考察CEO不更换、而CFO更换的系数。计算出关键统计显著变量:IRRULARITY=1.498-0.892=0.606, Founder\_CEO=1.507+2.182=3.689, IRRULARITY  $\times$  Founder\_CEO=-1.331-1.779=-3.11, 当CEO为创始人时,相对于CEO、CFO同时更换,即连坐效应而言,CEO不更换、而CFO更换,即替罪羊的概率更大一些,系数为3.689-3.11=0.579,这便直接证明了创始人保护对替罪羊的强化作用与对连坐效应的弱化作用。

## 七、研究结论

在本文的研究中,我们对我国资本市场上存在

特殊身份和地位的创始人CEO是否在会计违规时会对公司高管人员的更换产生影响进行了检验,我们的实证检验和分析结果表明:(1)会计违规会导致高管更高的更换率;(2)当公司存在会计违规行为时,创始人CEO的更换率比非创始人CEO低,存在创始人CEO被保护的情形,即存在创始人保护现象;(3)创始人保护会增强替罪羊效应,即在发生会计违规后,创始人CEO公司中CEO保留而CFO离职的概率大于非创始人CEO公司中的这种高管更换情况;(4)创始人保护会弱化连坐效应,即在发生会计违规后,创始人CEO公司中CEO和CFO同时离职的概率小于非创始人公司中的这种高管更换情况。

本文的研究结论对于理论与实践都具有重要的启示作用:首先,公司高管的创始人背景特征一直以来鲜有在相关研究中予以考虑,本文的研究为今后国内高管变更的研究提供了全新的视角;其次,公司存在创始人保护是公司治理结构不完善,治理效率低下的体现,公司应当建立健全治理制度及高效的人力资本遴选制度,以加强高管更换的有效性;另外,本文的研究有利于监管当局完善与会计违规相关的惩处措施,有效监督公司高管变更,并出台相应的政策措施使创始人身份在公司高管中能够得以有效识别,从而有助于市场对公司高管变更进行监督,增加市场的透明度,进一步完善经理人市场。

(作者单位:瞿旭、杨丹、瞿彦卿,西南财经大学会计学院、西南财经大学内部控制与公司治理研究中心;苏斌,西南财经大学内部控制与公司治理研究中心;责任编辑:尚增健)

### 注释

①基于本文主要是针对创始人问题研究的特殊性,本文所指的高管在此仅表示公司的CEO和CFO,不包括公司董秘、董事、监事等成员。

②在此壕沟效应表示创始人CEO由于其特殊的身份和地位,以及拥有的对公司发展重要的特定资本所形成的对自身的一种保护机制。

③我们在此所指的CEO更换表示CEO的非正常离职,根据CSMAR数据库里的分类标准,主要包括个人原因、工作调动、辞职、解聘、涉案。

④由于本文研究的是高管创始人身份是否会在会计违规时对其产生保护,然而受我国经理人市场建设滞后,职业经理人数据可获取性的限制,我们无法完全根据经理人的个人履历判断其是否是公司创始人,因而采取了另一个较为间接的方法。由于IPO对于一个公司而言属于具有历史性的事件,本文通过判断该高管是否在公司IPO时就存在作为认定该高管为创始人的标志,表明其在公司中具有举足轻重的作用。



相应地,在进行样本匹配时,我们也采用在同一年进行IPO的标准进行匹配,以保证配对样本中能包含足够的创始人。除此之外,本文的另一匹配标准是中国证监会颁布的《上市公司行业分类指引》中的行业标准。

⑤包括在CSMAR数据库中、中国证监会网站和公司网站中无法获得相应数据信息的观察样本。

#### 参考文献

(1)程璇、淳伟德:《大股东对公司高层更换影响的实证分析》,《软科学》,2006年第2期。

(2)龚玉池:《公司绩效与高层更换》,《经济研究》,2001年第10期。

(3)廖柏其、杨勇、黄曼丽:《董事会领导结构与公司治理:基于上市公司CEO更换的实证研究》,《经济管理》,2008年第12期。

(4)马磊、辛立国:《公司业绩、董事会特征与高管更换》,《产业经济评论》,2008年第4期。

(5)游家兴、徐盼盼、陈淑敏:《政治关联、职位壕沟与高管变更:来自中国财务困境上市公司的经验证据》,《金融研究》,2010年第4期。

(6)张俊生、曾亚敏:《董事会特征与总经理变更》,《南开管理评论》,2005年第1期。

(7)朱红军:《我国上市公司高管人员更换的现状分析》,《管理世界》,2002年第5期。

(8)朱红军:《大股东变更与高级管理人员更换\_经营业绩的作用》,《会计研究》,2002年第9期。

(9)赵震宇、杨之曙、白重恩:《影响中国上市公司高管层变更的因素分析与实证检验》,《金融研究》,2007年第8期。

(10)Andrew J. Leone, and Michelle Liu, 2010, Accounting Irregularities and Executive Turnover in Founder-Managed Firms, *The Accounting Review*, Vol.85, pp.287~314.

(11)Agrawal A., Jaffe J. F. and Karpoff J. M., 1999, Management Turnover and Governance Changes: Following the Revelation of Fraud, *Journal of Law and Economics*, Vol.42, pp.309~342.

(12)Agrawal A. and Cooper T., 2007, Corporate Governance Consequences of Accounting Scandals: Evidence from Top Management, CFO and Auditor Turnover, Working Paper.

(13)Anderson, K. and T. Yohn, 2002, The Effect of 10-K Restatements on Firm Value, Information Assymetries and Investors' Reliance on Earnings, Working Paper, Georgetown University.

(14)Beneish, Messod D., 1999, Incentives and Penalties Related to Earnings Overstatements that Violate GAAP, *Accounting Review*, Vol.74, pp.425~457.

(15)Chen, K. C., Wang, J. W., 2004, A comparison of Shareholder Identity and Governance Mechanism in the Monitoring of Listed Companies in China, SSRN Working Paper.

(16)David J. Denis, Diane K. Denis, Atulya Sarinb, 1997, Ownership Structure and Top Executive Turnover, *Journal of Financial Economics*, Vol.45, pp.193~221.

(17)Desai, H., Hogan, C. E., Wilkins, M. S., 2006, The Reputational Penalty for Aggressive Accounting: Earnings Restatements and Management Turnover, *Accounting Review*, Vol.81, pp.83~112.

(18)Dahya, J., J. McConnell and N. Travlos, 2002, The Cadbury Committee, Corporate Performance and Topmanagement Turnover, *The Journal of Finance*, Vol.57, pp.461~483.

(19)David Yermack, 1996, Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors, *Journal of Finan-*

*cial Economics*, Volume 40, pp. 185~211.

(20)Fama E. and M. Jensen, 1983, Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics*, Vol.26, pp.301~325.

(21)Fan, D. K. K., Lau, C. M. & Young, M., 2006, Is China's Corporate Governance Beginning to Come of Age? The Case of CEO Turnover, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.391, pp.1~16.

(22)Goyal V. and Park C., 2002, Board Leadership Structure and CEO Turnover, *Journal of Corporate Finance*, Vol.8, pp.49~66.

(23)Hennes K. and Leone A. and Miller B., 2008, The Importance of Distinguishing Errors from Irregularities in Restatement Research: The Case of Restatements and CEO/CFO Turnover, *The Accounting Review*, Vol.83, pp.1487~1519.

(24)Hribar, P. and N. Jenkins, 2003, The Effect of Accounting Restatements on Earnings Revisions and the Estimated Cost of Capital, Working Paper, Cornell University.

(25)Jerold B. Warner, Ross L. Watts, Karen H. Wruck, 1988, Stock Prices and Top Management Changes, *Journal of Financial Economics*, Vol.20, pp.461~492.

(26)Jonathan M. Karloff, D. Scott Lee and Gerald S. Martin, 2008, The Consequences to Managers for Financial Misrepresentation, *Journal of Financial Economics*, Volume 88, pp.193~215.

(27)John R. Graham, Si Li and Jiaping Qiu, 2008, Corporate Misreporting and Bank Loan Contracting, *Journal of Financial Economics*, Volume 89, pp.44~61.

(28)Kato, Takao and Cheryl Long, 2006, Executive Turnover and Firm Performance in China, *AEA Papers and Proceedings*, pp.363~367.

(29)Lausten, M., 2002, CEO Turnover, firm Performance and Corporate Governance: Empirical Evidence on Danish Firms, *International Journal of Industrial Organization*, Vol. 20, pp.391~414.

(30)Michael S. Weisbach, 1988, Outside Directors and CEO Turnover, *Journal of Financial Economics*, Vol.20, pp.431~460.

(31)Morck, R. K., Shleifer, A., Vishny, R., 1988, Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics*, Vol.20, pp.293~315.

(32)Michael Firth, Peter M. Y. Fung and Oliver M. Rui, 2006, Corporate Performance and CEO Compensation in China, *Journal of Corporate Finance*, Volume 12, pp.693~714.

(33)M. C. Jensen, 1993, The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems, *Journal of Finance*, Volume 6, pp. 831~880.

(34)Palia D. and Ravid S. A. and Wang C., 2008, Founder Versus Non-Founders in Large Companies: Financial Incentives and the Call for Regulation, *Journal of Regulatory Economics*, Vol.33, pp.55~86.

(35)Palmrose Z. and Richardson V. J. and Scholz S., 2004, Determinants of Market Reactions to Restatement Announcements, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.37, pp.59~89.

(36)Palia, Darius and S. Abraham Ravid, 2002, The Role of Founders in Large Companies: Entrenchment or Valuable Human Capital? Rutgers University, Working Paper.

(37)Rüdiger Fahlenbrach, 2009, Founde-(下转第156页)

述统计发现,绝大多数公司没有专利,在有专利的公司中,多数公司的专利数也较少,这说明这些公司创新的主体地位还不够明显。可能的原因在于,绝大多数公司均被政府控制,创新活动不可避免受到政府的行政干预。由于只有企业才是技术创新的主体,因此,应该深化国有控股公司的产权改革,减少政府的干预行为,使企业成为真正意义上的创新活动主体;(2)优化融资结构,降低资本成本。研究发现专利数与财务杠杆呈负相关关系。这说明,创新能力越强的公司,越可能选择股权融资或内源融资渠道。企业应该针对不同情况,优化融资结构,降低资本成本,以便于提升公司业绩;(3)健全优化公司治理结构,防范过度投资行为。研究还发现财务杠杆与企业成长之间的关系并不明显,这说明,由创新产出导致的财务杠杆降低,对企业成长的影响有限。因此,应该健全债务治理机制,以更好地通过技术创新活动促进企业的可持续成长。

云南财经大学姚建峰教授认为,随着走出去战略的实施,越来越多的西部中小企业走出国门参与国际竞争,需要高度重视西部地区中小企业国际化经营问题。西部地区中小企业可以通过发挥与周边国家接壤的区位优势、资源丰富的禀赋优势以及低价位的成本优势开展对外直接投资。政府可以通过政策扶持帮助中小企业走出国门,具体措施有:首先,由政府出面尽快建立独立的海外市场信息服务中心,为企业海外投资提供咨询服务,克服企业海外投资的盲目性。其次,健全完善企业海外投资管理体制。成立跨国经营的专门管理机构,避免多头管理。改革审批制度,保障审批有利于走出去、有利于国际竞争。对境外企业实施必要的监管制度,防止国有资产流失等。第三,加强企业跨国经营

的立法。尽快完善有关境外投资的政策法规,清理有关的法律法规。境外投资管理必须以法律为依据,在项目审批、资金筹集、税收制度、外汇管理等方面,增加法规透明度。第四,在资金、税收、保险、外汇管理等方面给予扶持。中小企业可以通过吸引跨国经营人才,提高人力资源水平以及与海外企业结成战略联盟等形式拓展国际市场经营空间、提高竞争能力、降低经营风险。

宋光兴博士认为,对劳动力需求数量的准确把握对政府部门制定产业和就业政策、缓解就业压力、改善民生具有重要意义。他以BP神经网络方法为基础,借助MATLAB软件对西部劳动力需求进行建模与预测,认为可以通过以下方式扩大劳动力需求:(1)重视第二产业,尤其是轻工业的发展。大力扶持劳动密集型轻工业,从产业关联角度出发,开辟更多原材料,加快非农产品为原料的轻工业发展,如:深入挖掘有特色的传统药、民族药,重视并培育一批大型生物医药企业,在提高第二产业内部升级的同时带动就业增长,实现第二产业产值与就业结构的协调。(2)大力发展第三产业,特别是旅游、餐饮、住宿、物流等服务业。第三产业由于其较高的就业弹性而成为吸纳劳动力的主力军。(3)积极扶持中小企业和非公企业,强化其就业吸纳作用。从所有制的角度看,国有经济对就业的吸纳作用越来越小,而非公有制经济以其层次低、规模小且对劳动力素质要求不高的特点,吸纳了各个层次的劳动力。因此,应丰富所有制构成,大力发展民营经济,促进对劳动力的吸收。

(作者单位:汪戎,云南财经大学;郑逢波,云南财经大学国际工商学院;张强,云南财经大学工商管理学院;责任编辑:尚增健)

(上接第151页) r-Ceos Investment Decisions and Stock Market Performance, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.44, pp.439~466.

(38) Steven N. Kaplan, 1994, Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and the United States, *Journal of Political Economy*, Vol.102, pp.510~546.

(39) Shleifer A. Vishny R., 1989, Management Entrenchment: The Case of Manger-Specific Investments, *Journal of Financial Economic*, Vol.25, pp.123~139.

(40) Stulz, R., 1988, Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control, *Journal of Financial Economics*, Vol.20, pp.25~54.

(41) Suchard, Manohar Singh and Robert Barr, 2001, The Market Effects of CEO Turnover in Australian Firms, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.9, pp.1~27.

(42) Warner, J., Watts, R., Wrunk, K., 1998, Stock Prices and Top Executive Management Changes, *Journal of Financial Economics*, Vol.20, pp.461~492.

(43) Wu, M., 2002, Earnings Restatements: A Capital Market Perspective, Working Paper, Hong Kong University of Science and Technology.

(44) Wei Ting, 2011, Top Management Turnover and firm Default Risk: Evidence from the Chinese Securities Market, *China Journal of Accounting Research*, Vol.4, pp.81~89.