

# 预算考评、企业性质与 CEO 变更

——基于创业板市场的研究

谢 华, 朱丽萍

**【摘要】** 本文主要基于预算管理理论构建分析框架,围绕预算考评与企业性质对CEO变更敏感性的影响进行分析。通过收集2011~2013年创业板市场上市公司的财务数据,运用均值差异检验和动态差分模型,实证考查了我国创业板上市公司预算的绩效考评功能,以及预算考评与CEO变更场的关系。研究结果表明,创业板公司CEO变更的概率与预算完成程度呈负相关关系,与该上市公司能否达到预算目标也呈负相关关系。然后进一步研究了企业高管操纵预算的手段,发现相对于民营企业,国有企业预算松弛的弹性更大。最后,本文就企业的预算考评在绩效考核方面提出了相应的建议。

**【关键词】** 预算考评; 企业性质; CEO变更; 预算松弛

**【中图分类号】** F275

**【文献标识码】** A

**【文章编号】** 1004-0994(2016)09-0033-7

## 一、引言

随着经济全球化趋势的日渐显著,企业由工业化竞争到信息化竞争的时代发展中,预算考评作为一种以战略为导向,动态地分析企业生产经营过程中各种资源和环境变化并及时修正偏差、完善优化企业预算目标的管理方法,也越来越重要。它广泛地应用于企业各责任中心的经理人业绩评价中,并与其职位晋升和薪酬相挂钩(Otley, 1978; Libby, Lindsay, 2010)。在中国,大量对预算考评的研究都是基于委托代理理论构建分析框架,以企业业绩为突破口和落脚点展开讨论,很少加入企业性质的因素,但在实际中企业性质对于预算考评和CEO变更可能有重大影响,因此本文不仅要分析CEO变更对企业业绩的敏感性,还要分析在不同企业性质下预算考评对CEO变更的影响,使结论更客观公正。另一方面,创业板企业在这三者的关系上还很少有学者加以关注,本文希望在这方面做一些尝试。

本文的理论创新在于研究构建CEO变更与预测考评和企业性质的广义差分回归模型,通过对2011~2013年间CEO发生变更的创业板市场进行观察,采用均值差异检验方法和动态回归分析方法,从预算考评和企业性质两个维度对上述问题进行探究。

## 二、文献回顾与研究假设

### (一)预算考评与CEO变更的关系

现代公司实行两权分离制度,投资者不直接参与公司的

生产经营,公司业绩很大程度上取决于经理人的经营能力和努力水平。当预算考核作为管理层经营业绩考核的重要手段时,预算的完成情况将影响管理层的任免(Merchant, Manzoni, 1989)。为了实现更大的投资收益,一方面,董事会负责选聘公司需要的经理人才,同时通过设计激励契约保证经理人最大限度地发挥自己的经营才能;另一方面,设计监督契约能够通过公司绩效的好坏对经理人能力和努力水平进行评价,适时替换那些不适应公司发展和需要的经理(龚玉池, 2001)。

20世纪60年代自Grusky(1960)将公司领导权变更引入管理研究以来,CEO变更便成了战略、组织、财务和领导力等诸多管理研究领域的核心议题。在研究股票市场流动性与CEO变更的驱动因素时发现,当企业处于衰退期,企业价值持续下降时,变更CEO或者缩短CEO的任期是股东和投资者提升企业价值的一种必要手段,而且实证结果也显示出衰退企业变更CEO可以提高企业价值,进而满足股东和投资者的价值需求(Kang, 2011; 冉敏、都兰军, 2009; 赵震宇、杨之曙、白重恩, 2007)。基于此,本文提出如下研究假设:

H1: 创业板市场上市公司的CEO变更与预算完成情况负相关。

### (二)不同企业性质下预算考评对CEO变更的影响

Cum-ming等采用我国资本市场的样本数据,通过实证研究发现,在非国有企业中,公司欺诈导致的企业价值变动

**【基金项目】** 国家自然科学基金项目“企业环境财务指数及其绩效牵引测度研究”(项目编号:71472088); 中央高校基本科研业务费专项基金项目“我国高校科研经费内部控制建设与应用研究”(项目编号:30920140132004)

## □ 改革与发展

更容易导致CEO变更,相对而言,在国有企业中只有重大欺诈事件产生的企业价值变动才能促使国有企业变更CEO,所以不同性质企业的股东会采取不同的激励和监管策略,以达到避免公司欺诈和有效变更CEO的目的。近年来,我国民营企业迅速发展,陈昕、沈乐平(2009)将我国资本市场中的民营企业和国有企业进行对比分析,以有助于寻求更适合的CEO变更依据和策略,同时也期望能够找到不同类型的企业在CEO变更机理上存在差异的进一步证据。但自2003年《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》颁布以来,国有企业已明确将预算管理目标作为其业绩考核的标准,而民营企业在这方面的考评意识相对较弱。基于此,本文提出如下研究假设:

H2:与国有企业相比,民营企业CEO变更率与上年预算完成情况的显著性更低。

### (三)管理层经营业绩考核的手段

当预算完成情况与高管的自身利益相关时,高管必然会采取各种手段来达到预算目标,其中还涉及高管的机会主义行为。Murphy(2001)指出,在预算考评的业绩指标下,经理人对利润进行操纵,使其达到但不远远超过预算目标。Jensen(2001)指出,当企业经理人知道自己的业绩与预算考评相挂钩时,他们必然会通过各种途径以完成预算目标,使用的方法主要包括两种:一是经理人将设定易于自己达到的预算目标(预算松弛行为);二是在预算目标已定的情况下,采用盈余管理来达到预期目标。潘飞等(2007)学者从预算松弛的角度,研究了我国上市公司预算松弛的影响因素,结果显示预算并未产生有效的激励作用,而仅仅是增强了经理人的盈余管理。

从前文可以看出,国有企业的预算考评作用更强,那么其更有动机通过各种手段达到预算目标,国有企业可以通过预算松弛降低收入预算的目标,使其更易达标。基于此,本文提出如下研究假设:

H3:与民营企业相比,国有企业更多地通过预算松弛完成预算目标。

## 三、研究设计

### (一)样本选择及数据来源

本文在选取数据时进行如下考虑:首先剔除金融保险业样本,因为其行业的特殊性不利于研究结果的对比分析;其次,由于要对2011~2013年的数据进行纵向的对比分析,选取的样本都是在该时间范围内持续经营的企业样本。据此,本文选取2011~2013年深圳证券交易所创业板中正常经营的非金融保险业上市公司为研究样本。由于不同公司的职位设置有所不同,因此取得数据时要明确CEO在本研究中的定义。国外文献中CEO多定义为首席执行官,在本研究中CEO是指由董事会代表股东选择的公司决策的制定者和权力中心,在我国企业中通常被定义为首席执行官、总裁和总

经理。

通过CCER中国经济金融数据库、锐思数据库和国泰安数据库取得的2011~2013年非金融业中国上市公司企业性质和CEO变更情况数据。总共获得创业板数据样本1203个,收入预算数据来自于手工搜集的2011~2013年企业业绩预告中的披露数据,剔除数据缺失和在第二年发生重大资产重组等情况后的数据为843个,剔除2014年停牌的26家创业板上市公司后,本文得到的有效收入预算的研究样本为765个。最后,剔除CEO正常变更(退休和任期届满)的上市公司样本,最终的样本数为696个。

### (二)模型与变量设计

本研究选取的被解释变量包括:①CEO是否变更,其中变更指的是下一年度CEO是否发生变更;②预算松弛度。为了准确评价预算考评对CEO变更是否存在影响,本文针对性地选择了预算完成比例和是否达到预算目标为解释变量。并且为了进一步研究不同企业性质下预算考评对CEO变更的影响,本文增设了第三个解释变量即企业性质。同时,本文依据已有研究选取多个控制变量。

首先,通过有关研究可知,CEO变更与CEO是否在本公司兼任董事会职务、大股东持股比例以及高管持股比例有关。因此,本研究选择CEO是否两职兼任、大股东持股比例和高管持股比例为控制变量。另外,还要控制公司本身的财务和特征变量,即总资产收益率、上一年股票收益率、资产负债率,审计意见、公司规模等。已有研究表明,公司规模也会影响CEO变更,因此要控制公司规模变量。另外,因选用动态回归模型,导致年份在很大程度上影响CEO变更,因此引入虚拟变量进行区分。

本文主要研究以下两方面的问题:①预算的完成情况是否会对企业CEO的变更产生影响?不同企业性质下,预算考评的影响是否相同?②如果预算完成情况影响CEO的变更,那么高管所采用的达到预算目标的手段是什么?为了研究上述问题,本文提出以下模型:

H1:创业板上市公司的CEO变更与预算完成情况之间呈负相关关系。根据前文的理论分析和变量设计,笔者建立了如下的多元回归模型来对该研究假设进行验证:

$$\text{Change} = \alpha + \beta_1 \Delta \text{Budget} / \Delta \text{Reach} + \beta_2 \Delta \text{Property} + \beta_3 \Delta \text{Chairceo} + \beta_4 \Delta \text{First} + \beta_5 \Delta \text{Msr} + \beta_6 \Delta \text{Opinion} + \beta_7 \Delta \text{Size} + \beta_8 \Delta \text{ROA} + \beta_9 \Delta \text{Lev} + \beta_{10} \Delta \text{RET} + \Delta \text{Year} + \Delta \varepsilon \quad (1)$$

H2:与国有企业相比,民营企业CEO变更率与上年预算完成情况的相关关系显著性较低,再根据前文的理论分析和变量设计,笔者建立了如下的多元回归模型来对该研究假设进行验证:

$$\text{Change} = \alpha + \beta_1 \Delta \text{Budget} / \Delta (\text{Budget} \times \text{Property}) + \beta_2 \Delta \text{Budget} / \Delta (\text{Reach} \times \text{Property}) + \beta_3 \Delta \text{Property} + \beta_4 \Delta \text{Chairceo} + \beta_5 \Delta \text{First} + \beta_6 \Delta \text{Msr} + \beta_7 \Delta \text{Opinion} + \beta_8 \Delta \text{Size} + \beta_9 \Delta \text{ROA} +$$

$$\beta_{10}\Delta Lev+\beta_{11}\Delta RET+\Delta Year+\Delta \varepsilon \quad (2)$$

模型(1)、模型(2)中,被解释变量 Change 表示高管变更的虚拟变量,下一年高管发生变更取1,否则取0;解释变量 Budget 表示预算完成比例,用本年实际完成数除以预算数;解释变量 Reach 表示是否达到预算目标的虚拟变量,Budget 大于或等于1时取1,否则取0。其中,Year 为哑变量,处于这一年份的取1,否则取0。 $\varepsilon$ 为模型中的残差项。

模型(2)在模型(1)的基础上引入了预算完成情况指标与企业性质的交互项,其他控制变量的定义可见表1。

H3:与民营企业相比,国有企业更多地通过预算松弛地完成预算目标,再根据前文的理论分析和变量设计,笔者建立了如下的多元回归模型进一步对研究假设进行验证:

$$\text{Slack}=\alpha+\beta_1\Delta \text{Property}+\beta_2\Delta \text{Msr}+\beta_3\Delta \text{First}+\beta_4\Delta \text{Size}+\beta_5\Delta \text{Lev}+\Delta \text{Year}+\Delta \varepsilon \quad (3)$$

模型(3)中,Slack 为被解释变量,表示预算松弛,本文采用的预算松弛度量方法参照潘飞等(2007)的研究,即  $\text{Slack}=1-[(I_t^*-I_{t-1})/I_{t-1}-I_{t-1}^{\wedge}]$ 。基于创业板市场成立时间较短,营业收入预算的披露样本过少,而净利润能更直观地反映企业经营状况,所以采用预计净利润替换了原模型中的营业收入预算数据。其中, $I_t^*$ 表示创业板公司年报中披露的对第t年的净利润的预算目标, $I_{t-1}$ 表示上市公司第t-1年所实现的净利润实际数, $I_{t-1}^{\wedge}$ 表示第t-1年上市公司所处行业的平均净利润的增长率。

表1 变量定义

变量分类	变量名称	变量定义	计量方法
被解释变量	Change	CEO变更	下一年度CEO发生变更时取1,否则取0
	Slack	预算松弛度	$\text{Slack}=1-[(I_t^*-I_{t-1})/I_{t-1}-I_{t-1}^{\wedge}]$
解释变量	Budget	预算完成比例	本年实际净利润除以预计净利润
	Reach	是否达到预算目标	本年净利润已达预算目标取1,否则取0
	Property	企业性质	民营企业取1,国有企业取0
控制变量	Chairceo	是否兼任	公司董事长与总经理为同一人时取1,否则取0
	First	大股东持股比例	第一大股东持有的股数占公司总股数的比例
	Msr	高管持股比例	高管持有的股数占公司总股数的比例
	Opinion	审计意见	审计意见为无保留意见时取1,否则取0
	Supervise	监事会规模	监事会人数取自然对数
	ROA	总资产收益率	净利润除以期初和期末总资产的平均数
	RET	上一年股票收益率	$\text{RET}=(P_T \times F_t + D_t) / P_{t-1} - 1$
	Size	公司规模	对期末总资产规模取对数
	Lev	资产负债率	期末的总负债除以期末的总资产
	Year	年份(虚拟变量)	处于这一年份的取1,否则取0

#### 四、实证检验及分析

##### (一)描述性统计分析

首先,根据解释变量、被解释变量以及控制变量进行描述性统计分析。

1.被解释变量测度指标的描述性统计分析。对于上市公司下一年度CEO是否发生变更的情况分析,在2011年中,下一年度CEO“未变更”的上市公司共有115家,约占比89.8%;而“已变更”的上市公司共有13家,约占比10.2%。在2012年中,下一年度CEO“未变更”的上市公司共有219家,约占比94.4%;而“已变更”的上市公司共有13家,约占比5.6%。在2013年中,下一年度CEO“未变更”的上市公司共有202家,约占比87.1%;而“已变更”的上市公司共有30家,约占比12.9%。

从上述的调查结果可得,在2011~2013年期间,上市公司下一年度CEO发生变更的比例由5.6%或10.2%上升至12.9%。这表明近年来上市公司下一年度CEO发生变更的可能性变得越来越大,可能是因为市场竞争变得越来越激烈,对在职CEO绩效的考核体系越来越完善,因此必然会淘汰绩效表现较差的CEO,从而通过更换新CEO的方式来使公司应对更复杂的市场环境,并取得新的发展。

由表2可知,在关于2011~2013年上市公司的预算松弛度的变化趋势的分析中,2011~2013年上市公司的预算松弛度的平均值分别为1.126、1.519、0.844,呈现出先上升后下降的变化趋势。

表2 上市公司2011~2013年预算松弛度指标的实际表现

年份	最小值	最大值	均值	标准差
2011年	-4.071	10.009	1.126	1.388
2012年	-9.471	20.814	1.519	2.439
2013年	-52.566	27.825	0.844	4.736

2.描述性统计分析。由表3可知,2011~2013年上市公司的预算完成比例的平均值分别为101.1%、100.2%、102.0%,呈现出先下降、后上升的变化趋势。但是,从整体而言,近年来上市公司净利润的预算完成情况较好,因为各年净利润预算完成比例均高于100%。但也说明,可能存在CEO人为暗箱操作预算目标,使之易于达标。

表3 上市公司2011~2013年预算完成比例指标的实际表现

年份	最小值	最大值	均值	标准差
2011年	16.4%	739.2%	101.1%	0.584
2012年	-10.7%	782.2%	100.2%	0.477
2013年	1.1%	652.4%	102.0%	0.432

由表4可知,在关于上市公司2011~2013年是否达到预算目标及企业性质的调查中,2011年达到预算目标的上市公司比例为43.8%;2012年达到预算目标的上市公司比例为



## □ 改革与发展

47.0%;2013年达到预算目标的上市公司比例为50.0%。即上市公司预算目标的完成情况越来越好,越来越多的上市公司能够完成年初定下的净利润预算目标。

从上市公司股权性质的角度分析,2011年、2012年、2013年入选为研究样本的股权性质为“民营企业”的比例分别为94.5%、96.1%、96.1%。从上述的调查结果可得,在2011~2013年期间,大部分入选为研究样本的上市公司的股权性质为民营企业,这是因为在创业板挂牌上市的上市公司大部分都是中小型的民营企业。

**表 4 上市公司 2011~2013 年是否达到预算目标及企业性质**

年份	是否达到预算目标		企业股权性质	
	未达预算目标	已达预算目标	国有企业	民营企业
2011年	72(56.3%)	56(43.8%)	7(5.5%)	121(94.5%)
2012年	123(53.0%)	109(47.0%)	9(3.9%)	223(96.1%)
2013年	116(50.0%)	116(50.0%)	9(3.9%)	223(96.1%)

**3. 控制变量测度指标的描述性统计分析。**由表5可知,在关于上市公司2011~2013年董事长与总经理为同一人及审计意见的调查中,2011年、2012年、2013年上市公司董事长同时兼任总经理的比例分别为49.2%、47.8%、43.5%。即上市公司董事长同时兼任总经理的情况变得越来越少了,超过50%的上市公司董事长与总理由不同的人担任,其治理结构越来越趋近于现代普遍的职业经理人经营管理模式。

**表 5 上市公司 2011~2013 年董事长与总经理为同一人和审计意见**

年份	董事长与总经理为同一人		审计意见	
	未兼任	兼任	保留意见	无保留意见
2011年	65(50.8%)	63(49.2%)	128(100.0%)	0.0(0.0%)
2012年	121(52.2%)	111(47.8%)	230(99.1%)	2(0.9%)
2013年	131(56.5%)	101(43.5%)	230(99.1%)	2(0.9%)

从上市公司会计审计意见的角度分析,2011年审计意见为“无保留意见”的比例为0.0%;2012年审计意见为“无保留意见”的比例为0.9%;2013年审计意见为“无保留意见”的比例也为0.9%。即在2011~2013年期间,创业板上市公司会计信息披露质量的可信度较低,有关部门应加强对创业板上市公司会计信息披露质量的监管力度。

由表6的关于其他控制变量测度指标的描述性统计分析结果可知,在2011年中,样本上市公司的大股东持股比例、高管持股比例、监事会规模、总资产收益率、上一年股票收益率、资产负债率、公司规模的平均值分别为33.5%、17.7%、3.320人、6.5%、1.1%、16.5%、132285.329万元。在2012年中,样本上市公司的大股东持股比例、高管持股比例、监事会规模、总资产收益率、上一年股票收益率、资产负债率、公司规模的平均值分别为34.2%、20.4%、3.194人、5.6%、-20.8%、20.7%、134393.735万元。在2013年中,样本上市公司的大股东持股比例、高管持股比例、监事会规模、总资产收益率、上一年股票收益率、资产负债率、公司规模的平均值分别为33.3%、18.5%、3.164人、5.2%、-3.3%、24.9%、157699.487万元。

**表 6 其他控制变量的描述性统计分析**

	2011年		2012年		2013年	
	均值	标准差	均值	标准差	均值	标准差
大股东持股比例(%)	33.5%	0.130	34.2%	0.130	33.3%	0.132
高管持股比例(%)	17.7%	0.186	20.4%	0.200	18.5%	0.193
监事会规模	3.320	0.887	3.194	0.611	3.164	0.550
总资产收益率(%)	6.5%	0.034	5.6%	0.053	5.2%	0.055
上一年股票收益率(%)	1.1%	0.132	-20.8%	0.232	-3.3%	0.303
资产负债率(%)	16.5%	0.125	20.7%	0.138	24.9%	0.150
公司规模(万元)	132285.329	80396.273	134393.735	89986.034	157699.487	118581.920

### (二)均值的差异性检验分析

首先,按CEO是否变更分为两类进行均值差异检验,检验是否存在差异。检验结果见表7:

**表 7 不同CEO变更情况的均值的差异性检验**

变量	CEO未变更		CEO变更		t值	P值
	均值	标准差	均值	标准差		
预算完成比例(Budget)	1.013	0.509	0.990	0.063	0.347	0.729
是否达到预算目标(Reach)	0.470	0.500	0.418	0.404	-0.679	0.497

由表7可知,在关于不同CEO变更情况的均值的差异性检验结果中,“CEO未变更”时预算完成比例(Budget)的均值为1.013,而“CEO变更”时预算完成比例(Budget)的均值为0.990。通过独立样本t检验可得,检验的t值为0.347,检验对应的概率P值为0.729,大于显著性水平0.05,不应拒绝检验的零假设,即我们可认为不同CEO变更情况的预算完成比例(Budget)具有弱性相关。从各项均值计算结果来看,“CEO未变更”时的预算完成比例(Budget)略高于“CEO变更”时的预算完成比例(Budget)。

“CEO未变更”时是否达到预算目标(Reach)的均值为0.470,而“CEO变更”时是否达到预算目标(Reach)的均值为0.418。通过独立样本t检验可得,检验的t值为-0.679,检验对应的概率P值为0.497,大于显著性水平0.05,不应拒绝检验的零假设,即我们可认为不同CEO变更情况下是否达到预算目标(Reach)具有弱性相关。从各项均值计算结果来看,“CEO未变更”时的预算达标率(Reach)略高于“CEO变更”

时的预算达标率(Reach)。

进一步,通过划分企业性质,检验国有企业与民营企业间不同CEO变更样本中预算完成情况是否存在差异。检验结果见表8:

**表8 划分企业性质后不同CEO变更情况的均值的差异性检验**

企业性质	变量	CEO未变更		CEO变更		t值	P值
		均值	标准差	均值	标准差		
国有企业	预算完成比例(Budget)	1.000	0.026	0.971	0.038	1.462	0.157
	是否达到预算目标(Reach)	0.826	0.388	0.600	0.548	0.915	0.370
民营企业	预算完成比例(Budget)	1.014	0.520	0.990	0.064	0.332	0.740
	是否达到预算目标(Reach)	0.454	0.498	0.437	0.403	-1.161	0.246

由表8可知,从国有企业的角度分析,“CEO未变更”时的预算完成比例(Budget)均值为1.000,而“CEO变更”时的预算完成比例(Budget)均值为0.971。通过独立样本t检验可得,检验的t值为1.462,检验对应的概率P值为0.157,大于显著性水平0.05,不应拒绝检验的零假设,即我们可认为不同CEO变更情况的预算完成比例(Budget)无显著性差异。但从各项均值计算结果来看,“CEO未变更”时预算完成比例(Budget)略高于“CEO变更”时预算完成比例(Budget)。“CEO未变更”时是否达到预算目标(Reach)的均值为0.826,而“CEO变更”时是否达到预算目标(Reach)的均值为0.600。通过独立样本t检验可得,检验的t值为0.915,检验对应的概率P值为0.370,大于显著性水平0.05,不应拒绝检验的零假设,即我们可认为不同CEO变更情况下是否达到预算目标(Reach)无显著性差异。从各项均值计算结果来看,“CEO未变更”时是否达到预算目标(Reach)略高于“CEO变更”时是否达到预算目标(Reach)。

从民营企业的角度分析,“CEO未变更”时预算完成比例(Budget)的均值为1.014,而“CEO变更”时预算完成比例(Budget)的均值为0.990。通过独立样本t检验可得,检验的t值为0.332,检验对应的概率P值为0.740,大于显著性水平0.05,不应拒绝检验的零假设,即我们可认为不同CEO变更情况的预算完成比例(Budget)无显著性差异。从各项均值计算结果来看,“CEO未变更”时的预算完成比例(Budget)略高于“CEO变更”时的预算完成比例(Budget)。“CEO未变更”时是否达到预算目标(Reach)的均值为0.454;而“CEO变更”时是否达到预算目标(Reach)的均值为0.437。通过独立样本t检验可得,检验的t值为-1.161,检验对应的概率P值为0.246,大于显著性水平0.05,不应拒绝检验的零假设,即我们可认为不同CEO变更情况时是否达到预算目标(Reach)无显著性差异。从各项均值计算结果来看,“CEO未变更”时的

预算达标率(Reach)略高于“CEO变更”时预算达标率(Reach)。

综上所述,从均值计算角度而言,CEO未发生变更的公司比CEO发生变更的公司的预算完成情况更好一些。而不同企业性质下CEO的变更情况有待进一步检验,这可能是由于创业板市场上国有企业数量偏少而造成的。

### (三)相关分析

相关分析可通过图形和数值两种方式有效地揭示事物之间统计关系的强弱程度,本研究的相关分析主要计算了Pearson与Spearman相关系数。首先,为了避免Budget×Property变量与Budget变量、Property变量,Reach×Property变量与Reach变量、Property变量产生强烈的共线性问题,本文对Budget变量和Property变量以及Reach和Property变量进行先中心化再乘积化处理。预算完成比例(Budget)( $X_1$ )、是否达到预算目标(Reach)( $X_2$ )、Budget×Property( $X_3$ )、Reach×Property( $X_4$ )与CEO变更(Change)( $Y_1$ )、预算松弛度(Slack)( $Y_2$ )的相关分析结果如表9所示:

**表9 各个变量之间的简单相关系数矩阵**

		$Y_1$	$Y_2$	$X_1$	$X_2$	$X_3$	$X_4$
$Y_1$	相关性	1	0.019	0.021	0.028	0.035	0.049
	显著性		0.644	0.615	0.497	0.397	0.234
$Y_2$	相关性	-0.032	1	0.113**	0.099*	0.106*	0.095*
	显著性	0.438		0.006	0.016	0.010	0.021
$X_1$	相关性	-0.014	0.068*	1	0.865**	0.900**	0.826**
	显著性	0.729	0.098		0.000	0.000	0.000
$X_2$	相关性	0.028	0.040	0.177**	1	0.749**	0.937**
	显著性	0.497	0.332	0.000		0.000	0.000
$X_3$	相关性	-0.009	0.063	0.924**	0.116**	1	0.860**
	显著性	0.835	0.125	0.000	0.005		0.000
$X_4$	相关性	0.049	0.040	0.179**	0.937**	0.236**	1
	显著性	0.234	0.332	0.000	0.000	0.000	

注:左下为Pearson相关系数表,右上为Spearman相关系数表;\*、\*\*、\*\*\*分别表示在10%、5%、1%的统计水平上显著。

由表9可知,无论是在Pearson相关系数还是在Spearman相关系数中,预算完成比例(Budget)( $X_1$ )、是否达到预算目标(Reach)( $X_2$ )、Budget×Property( $X_3$ )、Reach×Property( $X_4$ )与CEO变更(Change)( $Y_1$ )、预算松弛度(Slack)( $Y_2$ )的相关系数显著性检验效果并不理想,这可能是预计净利润替代营业收入的预算存在信息披露上的缺失,且可能由于创业板中多为成长型中小企业,国有企业较少,创业时间短,内部管理结构还不稳定造成的,可以再进行回归分析进一步研究。

### (四)回归分析

1. H1的验证结果。由表10可知,模型(1)和模型(2)残差独立性检验值Durbin-Watson值均分别为1.889、1.888,表明残差序列存在自相关性的可能性非常小。

表 10 多元回归模型(1)的回归分析结果

变 量	(1)		(2)	
	Change		Change	
	Beta	P 值	Beta	P 值
ΔBudget	-0.008	0.739		
ΔReach			-0.010	0.651
ΔProperty	-2.943***	0.000	-2.959***	0.000
ΔChairceo	-0.106***	0.000	-0.104***	0.000
ΔFirst	0.030	0.742	0.030	0.747
ΔOpinion	0.079	0.300	0.078	0.305
ΔSupervise	0.104	0.482	0.098	0.506
ΔROA	-0.012	0.615	-0.012	0.592
ΔRET	-0.555**	0.046	-0.562**	0.042
Δ Size	-0.041	0.677	-0.041	0.677
ΔLev	-0.067	0.203	-0.068	0.201
ΔYear	控制	控制	控制	控制
截距	0.323	0.301	0.335	0.285
调整 R <sup>2</sup>	0.112		0.113	
DW 值	1.889		1.888	

预算完成比例(Budget)对CEO变更(Change)具有负向的影响作用,其回归系数为-0.008,检验对应的概率P值为0.739,大于显著性水平0.05,不应拒绝检验的零假设,即预算完成比例(Budget)与CEO变更(Change)呈弱性负相关。

是否达到预算目标(Reach)对CEO变更(Change)具有负向的影响作用,其在方程中的回归系数为-0.010,检验对应的概率P值为0.651,大于显著性水平0.05,不应拒绝检验的零假设,即是否达到预算目标(Reach)与CEO变更(Change)呈弱性负相关。

综上所述,通过回归分析验证可得,预算完成比例(Budget)对CEO变更(Change)具有负向的影响作用,是否达到预算目标(Reach)对CEO变更(Change)也具有负向的影响作用。也就是说,根据笔者所收集的数据,可以验证H1:创业板上市公司的CEO变更与预算完成情况之间呈负相关关系。即我们可判定为创业板上市公司的CEO变更与预算完成情况之间呈弱性负相关。说明预算完成情况不好的企业更换CEO的可能性更大,这支持了CEO的任免效应。

2. H2的验证结果。由表11可知,创业板民营企业和创业板国有企业残差独立性检验值Durbin-Watson值分别为1.869、1.853,表明残差序列存在自相关性的可能性非常小。

总体来看这两类企业,预算完成比例(Budget)对CEO变更(Change)具有负向的影响作用,Budget×Property对CEO变更(Change)具有正向的影响作用;是否达到预算目标(Reach)对CEO变更(Change)具有负向的影响作用,Reach×Property对CEO变更(Change)具有正向的影响作用。

表 11 多元回归模型(2)的回归分析结果

变 量	民营企业		国有企业	
	Change		Change	
	Beta	P 值	Beta	P 值
Δ Budget	-3.283	0.135	-4.172*	0.091
Δ Reach	-0.279*	0.095	-0.364***	0.007
Δ Property	-2.957***	0.000	-2.965***	0.000
Δ Chairceo	-0.106***	0.000	-0.103***	0.001
Δ First	0.031	0.738	0.038	0.676
Δ Opinion	0.082	0.283	0.076	0.315
Δ Supervise	0.106	0.472	0.094	0.522
Δ ROA	-0.009	0.712	-0.011	0.625
Δ RET	-0.564**	0.042	-0.589**	0.032
Δ Size	-0.056	0.567	-0.056	0.568
Δ Lev	-0.068	0.200	-0.068	0.194
Δ Budget×Property	3.275	0.136	4.112**	0.039
Δ Reach×Property	0.107	0.129	0.384***	0.005
Δ Year	控制	控制	控制	控制
截距	0.343	0.275	0.343	0.275
调整 R <sup>2</sup>	0.111		0.110	
DW 值	1.869		1.853	

综上所述,通过回归分析验证可得,可以验证H2:民营企业与国有企业相比,其CEO变更率与上年预算完成比例弱性相关,其现实原因在于创业板上的民营企业大多是家族企业或者是创业者高度控制的企业,预算对企业的实际控制人是一个软约束;相反,创业板中的国有企业由于国资委对其领导不仅有任免权,而且每年的绩效考核是一个硬约束,这导致CEO变更率与上年预算完成比例显著相关。

3. H3的验证结果。由表12可知,F检验统计量的观测值为2.234,对应的概率Sig.值为0.047,小于显著性水平0.05,应拒绝回归方程显著性检验的零假设,可认为模型2中的偏回归系数不同时为0,被解释变量与解释变量之间的线性关系是显著的,可建立线性模型。

表 12 多元回归模型(3)的回归分析结果

模型	非标准化系数		标准系数	t	Sig.
	B	标准误	α		
(常量)	-14.223**	6.760		-2.104	0.037
Δ Property	-0.058	0.702	-0.003	-0.083	0.934
Δ First	5.484	10.410	0.035	0.527	0.599
Δ Mrs	6.326**	2.677	0.155	2.363	0.019
Δ Size	4.248*	2.096	0.157	2.026	0.044
Δ Lev	-1.732	5.708	-0.023	-0.303	0.762
Δ Year	控制	控制	控制	控制	控制

注:R方=0.047,调整R方=0.026,Durbin-Watson值=2.016;F值=2.234,Sig.值=0.047。



在模型3中,企业股权性质(Property)对预算松弛度(Slack)具有负向的影响作用,其在方程中的回归系数为-0.058,检验的t值为-0.083,检验对应的Sig.值为0.934,大于显著性水平0.05,不应拒绝检验的零假设,即企业股权性质(Property)与预算松弛度(Slack)呈弱性相关。

综上所述,通过回归分析验证可得,虽然企业股权性质(Property)与预算松弛度(Slack)呈弱性相关,但是根据企业股权性质(Property)对预算松弛度(Slack)具有负向的影响作用这一结论可在一定程度上验证H3:与民营企业相比,国有企业更多地通过预算松弛完成预算目标成立。

### (五)稳健性检验

为了保证实证结果更有说服力,本研究采用CEO变更前1年企业预算变化情况作为企业预算完成情况的代理变量,进行稳健性检验。CEO变更前1年预算变化情况即CEO变更对应的每一期企业预算的代理变量值减前一期企业预算代理变量值,该值大于0时,说明CEO变更前1年企业预算处于增长趋势,该值小于0时,说明CEO变更前1年企业预算处于下降趋势,并用该值检验H1和H2。根据已有的样本数据,计算企业预算变化值,然后替代企业价值代理变量进行实证检验。结果表明,虽然相关系数的大小和显著性都有所变化,但是整体趋势的检验结果基本与前文相符。

### 五、结论与建议

通过对上市公司近几年的描述性统计分析以及回归分析,我们可以得出本文的研究结论:①创业板公司CEO变更的概率与预算完成程度弱性负相关,与预算达标率弱性负相关;②创业板中,国有企业预算完成情况对于CEO变更的影响相比于民营企业负相关性更强一些;③本文进一步研究了企业高管操纵预算的手段,即预算松弛与盈余管理,发现相对于民营企业,国有企业更多地采用预算松弛的方法以完成预算目标。

因此本文认为,相较于民营企业,国有企业的预算考评功能更加突出,由此也说明国有企业高管有更强的动机去操作以完成预算目标,规避预算考评带来的经济后果。而创业板中主要以民营企业为主,虽然近年来民营企业对预算管理正逐步加强,但距离普遍高效的预算管理还有一段路程,其公司治理结构、有效的内部控制制度、扎实的基础管理工作、企业高层领导的支持等都有待加强与提高。而以预算作为高

管业绩的考核方式仍需考虑。在制定预算目标时,企业应更多地考虑预算的计划、协调、资源的配置等功能,而弱化预算的绩效考核功能。即使将预算作为绩效考核的手段,也应建立并完善相应的内部控制制度,以降低预算以及相关财务指标的可操纵性。

### 主要参考文献:

- Murphy K. J.. Performance Standards in Incentive Contracts[J]. Journal of Accounting and Economics, 2000(30).
- Otley D.. Budget Use and Managerial Performance [J]. Journal of Accounting Research, 1978(6).
- Libby T., J. R. Lindsay. Beyond Budgeting or Budgeting Reconsidered? A Survey of North American Budgeting Practice[J]. Management Accounting Research, 2010(21).
- 苏寿堂.预算考评的作用[N].中国财经报,2001-09-06.
- 杨建新.浅谈企业全面预算管理考评体系的构建[J].科协论坛(下半月),2007(4).
- 龚玉池.公司绩效与高层更换[J].经济研究,2001(10).
- Grusky O.. Administrative Succession in Formal Organizations[J]. Social Forces, 1960(39).
- 冉敏,都兰军.衰退企业CEO变革的理论假说与实证检验[J].管理学报,2009(6).
- Ran Min, Du Lanjun. Assumption of CEO Turnover in Declining Firms and Its Empirical Tests [J]. Chinese Journal of Management, 2009(6).
- 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[J].金融研究,2007(8).
- 李维安.现代公司治理研究:资本结构、公司治理和国有企业股份制改造[M].北京:中国人民大学出版社,2002.
- 丁烈云,刘荣英.制度环境、股权性质与高管变更研究[J].管理科学,2008(6).
- Bushman R.. Risk and CEO Turnover [J]. Journal of Financial Economics, 2010(96).
- Karlsson P. O., Gary L. N.. Crisis Management, Booz & Company CEO Succession Survey [J]. Strategy Business, 2009(35).
- 作者单位:四川大学锦城学院,成都611731