国泰安 让教育更智慧!

CSMAR 经济金融研究数据库在实证研究中的应用

目录

01 CSMAR介绍

02 近期动态

03 实证案例分享

目录

01 CSMAR介绍

02 近期动态

03 实证案例分享

CSMAR数据库

全　　称：China Stock Market & Accounting Research Database

中国经济金融研究数据库

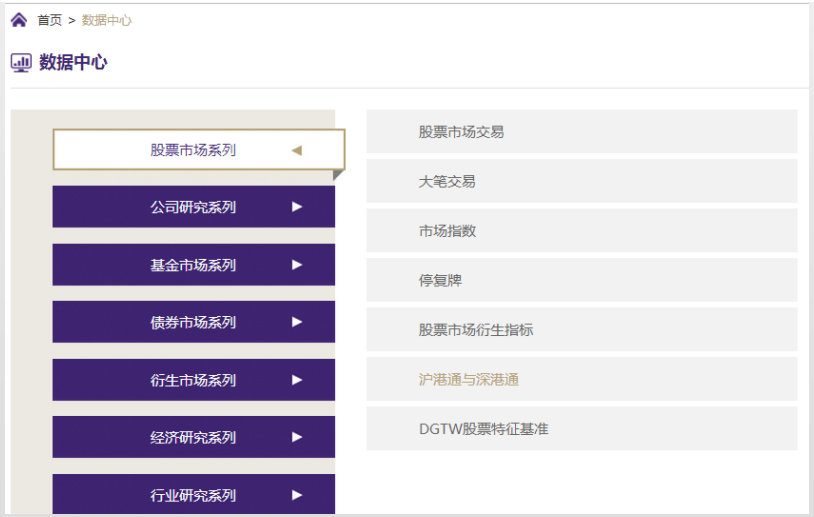
定　　位：**研究型精准**数据库

标　　准：CSMAR数据库参照CRSP、COMPUSTAT等权威数据库的标准。

服务对象：以研究和量化投资分析为目的的学术高校和金融机构。

内　　容：将数据库分为股票、公司、基金、债券、衍生、经济、行业、海外、资讯系列数据库。涵盖中国证券、期货、外汇、宏观、行业等经济金融主要领域的高精准研究型数据库，是投资和实证研究的基础工具。

官　　网：http://cn.gtadata.com/



CSMAR时间轴

2000
CSMAR交易数据库

2001
CSMAR财务数据库
财务指标研究数据库

2002
CSMAR财经数据查询系统

2004
签约美国沃顿商学院wrds数据平台

2005
与普林斯顿大学达成数据合作

2006
签约美国芝加哥大学

2007
签约美国哈佛大学

2009
CSMAR数据库查询系统全面升级为V4.0

2010
CSMAR v1.0 数据服务中心上线

2012
CSMAR v2.0 数据服务中心上线

2014
CSMAR v3.0 数据服务中心上线

2016
与美国沃顿商学院wrds数据平台扩大合作
数据超市上线

2018
CSMAR v4.3 数据服务中心上线
与《中国会计评论》联合主办“实证研究（财经）论文大赛”
与香港数据行者、智道金服达成数据合作

签约wrds数据平台

- 宾夕法尼亚大学沃顿商学院开发，业界被全球高校最广泛使用的数据研究平台和商业情报工具之一
- WRDS研究数据平台在大中华区唯一的数据提供商。
- 2016年签订扩大合作协议，目前13个数据库纳入WRDS研究数据平台。

Wharton UNIVERSITY of PENNSYLVANIA | wrds The Global Standard for Business Research

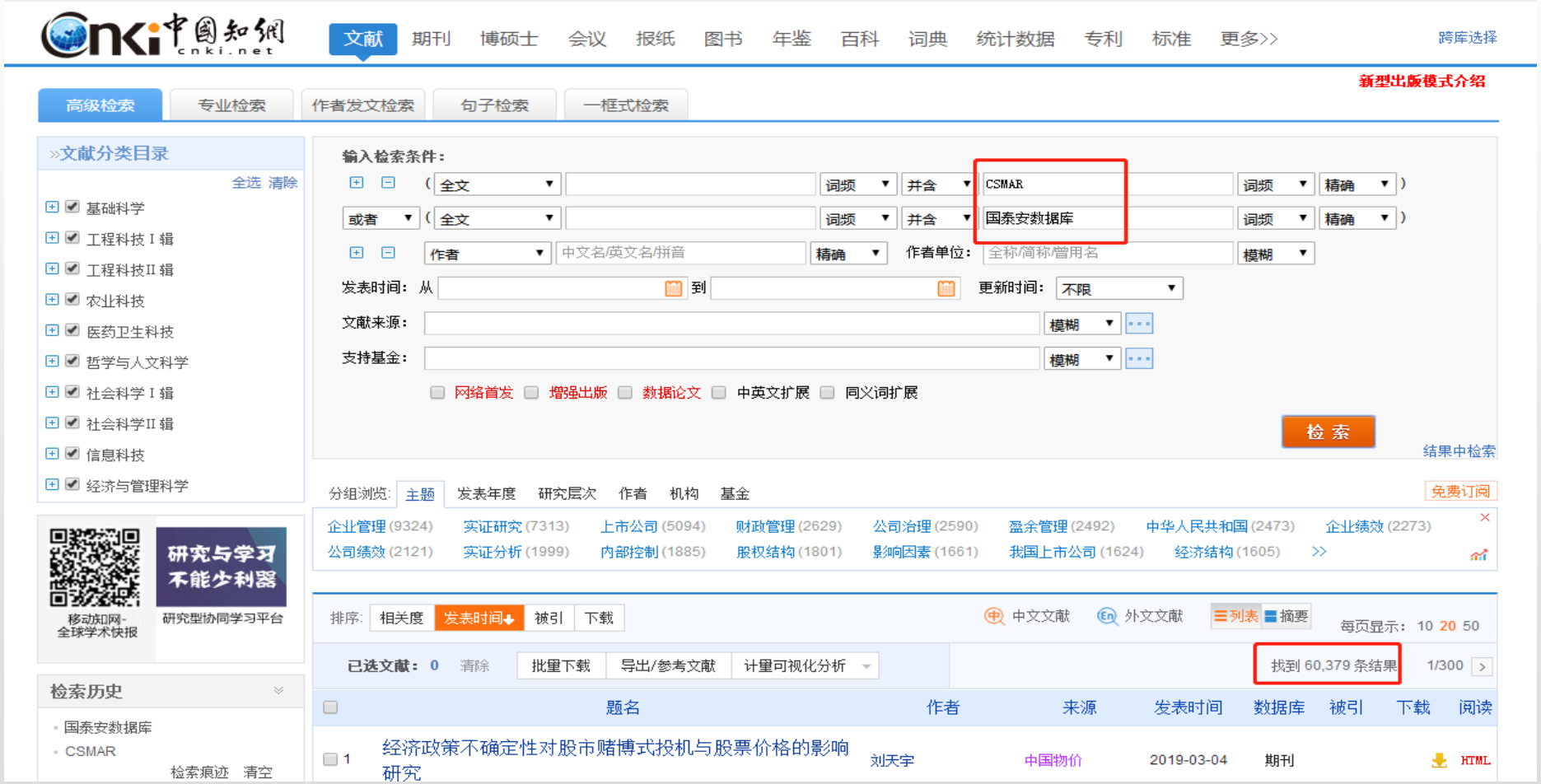
Available On WRDS		
中国上市公司年、中、季报公布日期数据库	中国上市公司治理结构研究数据库	中国上市公司股东研究数据库
中国股票市场交易数据库	中国海外上市公司研究数据库	中国上市公司增发配股研究数据库
中国基金研究数据库	中国上市公司并购重组研究数据库	中国上市公司红利分配研究数据库
中国上市公司机构投资者研究数据库	中国上市公司财务报表数据库	中国上市公司分析师预测研究数据库
中国上市公司首次公开发行研究数据库(A股)		

国际顶级期刊采用CSMAR情况

Field	JournalName	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Finance	Journal of Finance	0	1	1	1	1	1
	Journal of Financial Economics	2	3	3	4	5	5
	Review of Financial Studies	1	2	2	5	5	5
	Journal of Corporate Finance	4	17	25	31	43	47
	Journal of Empirical Finance	0	1	1	3	5	5
	Journal of Banking & Finance	5	10	14	21	32	39
	Review of Finance	0	1	2	2	2	2
Accounting	Journal of Accounting and Economics	0	0	3	3	6	6
	Journal of Accounting Research	0	1	2	2	2	2
	The Accounting Review	1	2	4	7	9	9
Economics	The Review of Economic Studies	0	1	1	1	1	1
	The Economic Journal	1	1	1	1	1	1
Management	Financial Management	0	2	3	4	6	6
TOTAL		14	42	62	85	118	129

国内学术论文采用CSMAR情况

- 截至2019年03月，超过50000篇高质量学术论文采用CSMAR系列研究数据库



CSMAR用户

覆盖近**400**所国内高校、100多所海外院校+部分机构用户，其中国内**“双一流”高校覆盖率高达50%**，财经类院校100%覆盖（哈佛、耶鲁、北京大学、清华大学等）。

CSMAR系列

18
系列

140+
数据库

40000+
字段

- 人物特征系列
- 因子研究系列
- 银行研究系列
- 绿色经济系列
- 商品市场研究系列
- 科技金融研究系列
- 基金市场系列
- 海外研究系列
- 债券市场系列
- 股票市场系列
- 市场资讯系列
- 行业研究系列
- 经济研究系列
- 衍生市场系列
- 专题研究系列
- 货币市场系列
- 公司研究系列
- 板块研究系列

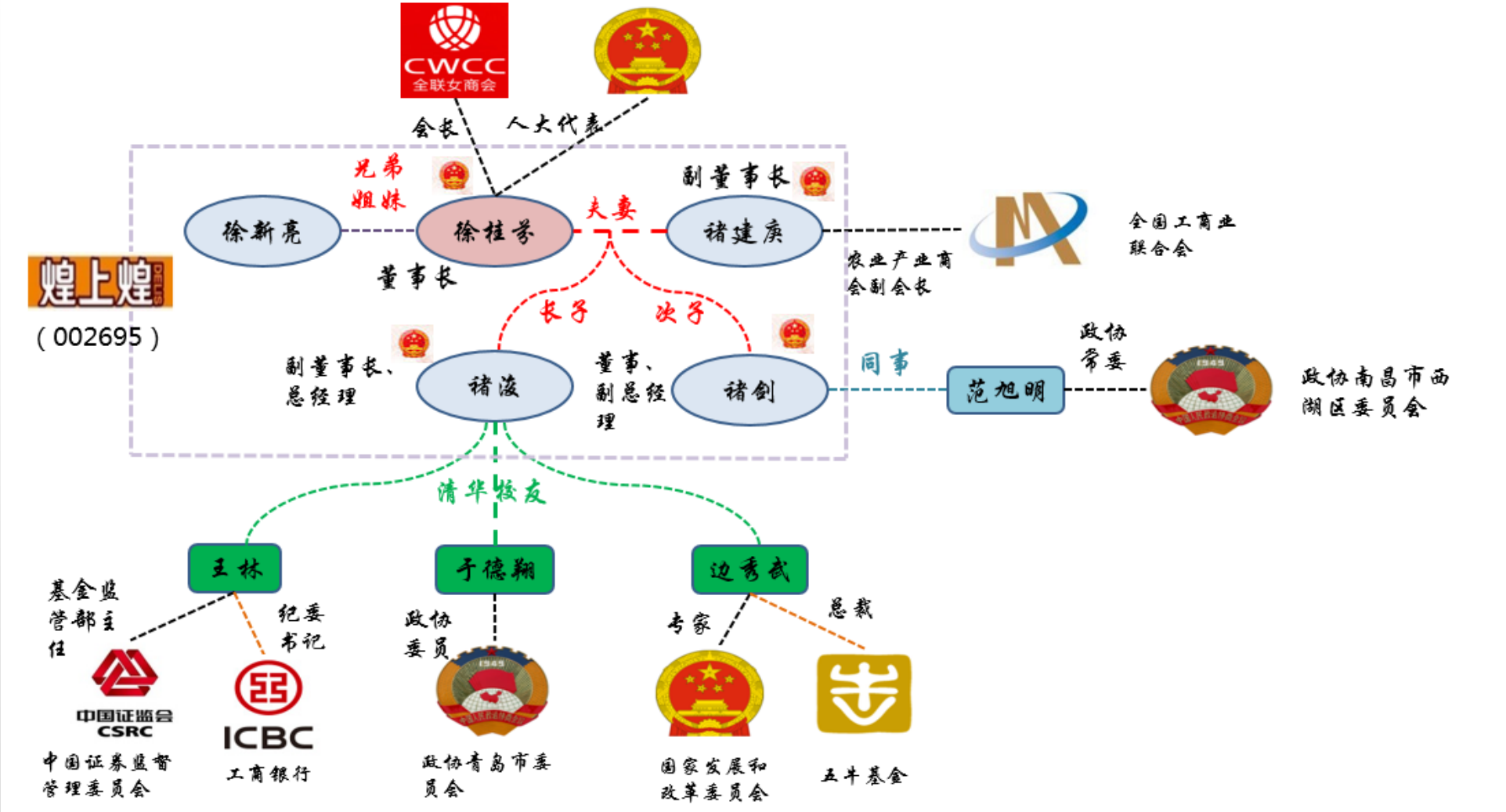
CSMAR特色库

精准扶贫
家族企业
海外直接投资
股票流动性
绿色金融
电影评价
DGTW股票特征基准
投资者情绪
产业资本
资产评估

上市公司人物特征
省市领导人
股权性质
港澳台旅游业
农村金融经济
EVA专题
社会责任
内部人交易
民营上市公司

机构股票池
大笔交易
操控性与非操控性应计利润
股利政策
盈余反应系数
资本资产定价模型
收益预测
海外上市公司
国有股拍卖与转让

家族企业



数据来源：中国上市公司**家族企业**研究数据库

全球暖化

全球各国人口暴露于PM2.5年均浓度（2015年）

数据来源：**全球暖化**研究数据库

中国进出口统计数据库

1952年以来进出口年度统计数据

2001年1月以来进出口月度统计数据

包括进出口总额、进口总额、出口总额及各项累计额和累计同比增速。

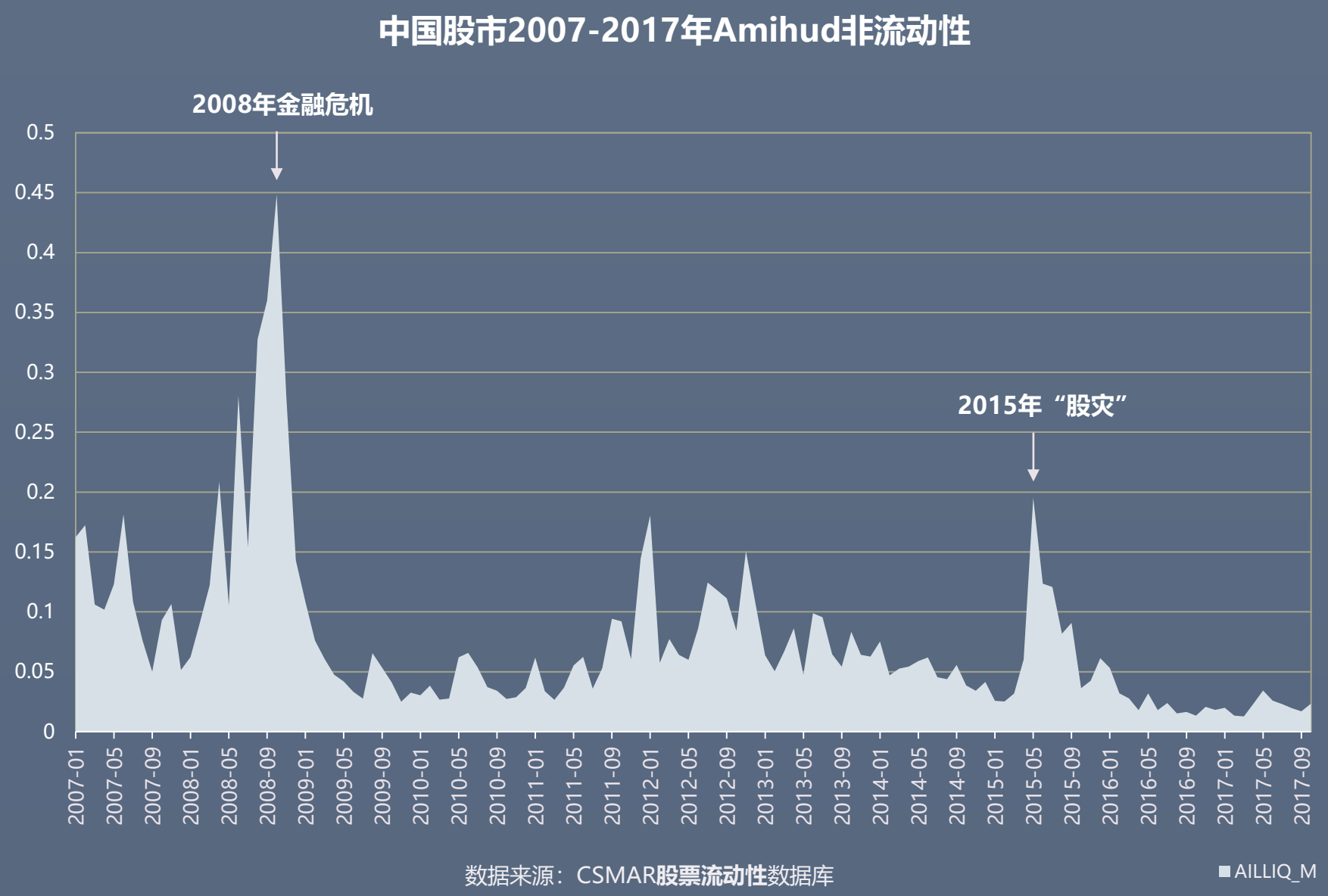
按照不同商品类别、不同贸易方式、不同国家地区、不同省市地点以及不同企业性质、目的地/货源地、按SITC分类、按HS分类的进出口数据。

进出口分类统计 — 中国进出口月度统计文件(按贸易方式分)

样本数据

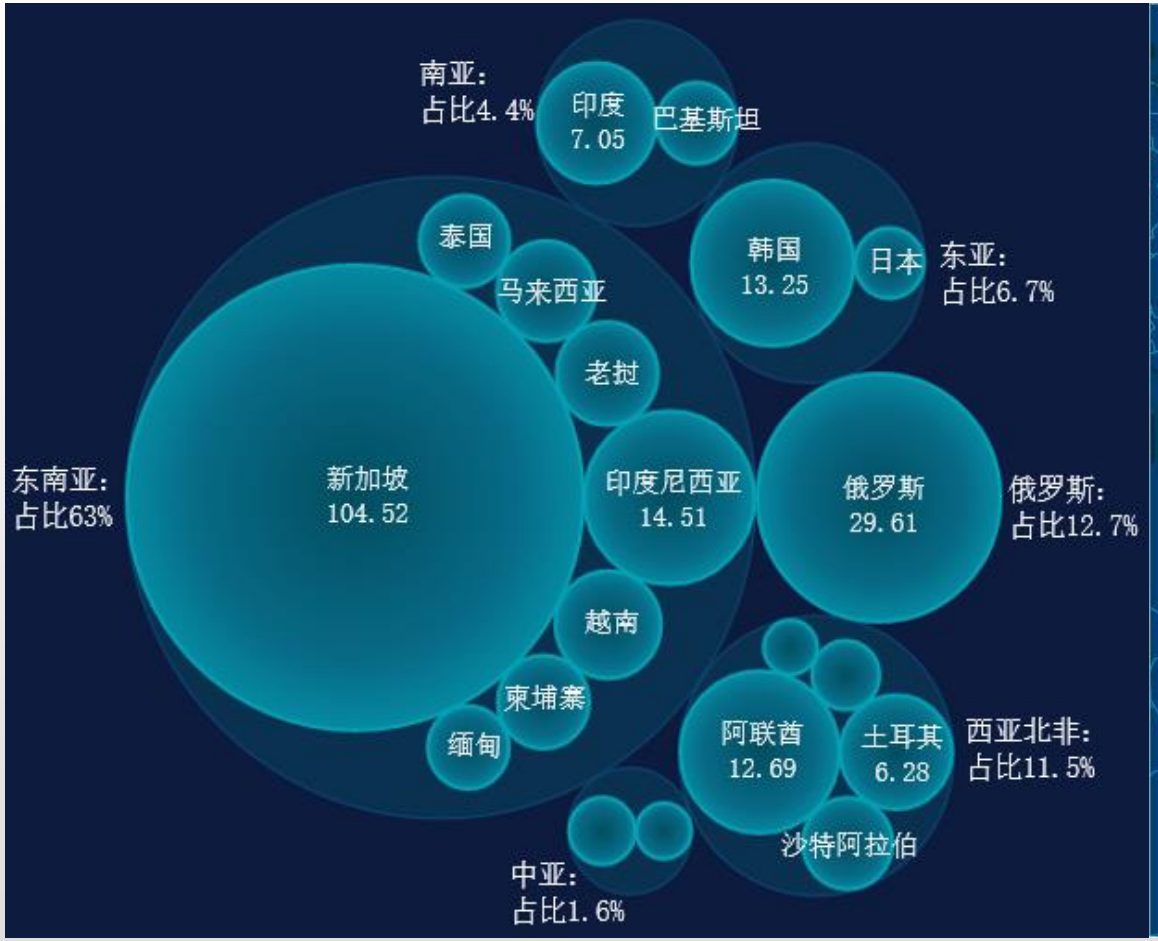
序号	月度标识	贸易方式	当月进出口	当月进出口同比增减
1	2016-01	免税品	179148.0000	11.7000
2	2016-01	加工贸易进口设备	25416.0000	-29.4000
3	2016-01	海关特殊监管区域物流货物	19330056.0000	-5.2000
4	2016-01	国家间、国际组织无偿援助和赠送	29557.0000	-18.3000
5	2016-01	免税外汇商品	1041.0000	-8.4000
6	2016-01	总计	291084568.0000	-14.5000
7	2016-01	海关特殊监管区域进口设备	344977.0000	-27.1000
8	2016-01	易货贸易	441.0000	-58.8000
9	2016-01	出料加工贸易	25460.0000	-33.8000
10	2016-01	外商投资企业作为投资进口的设备	549791.0000	-5.8000
11	2016-01	来料加工装配贸易	12256213.0000	-15.1000

股票流动性


中国股市2007-2017年Amihud非流动性
2008年金融危机
2015年“股灾”
0.5
0.45
0.4
0.35
0.3
0.25
0.2
0.15
0.1
0.05
0
2007-01
2007-05
2007-09
2008-01
2008-05
2008-09
2009-01
2009-05
2009-09
2010-01
2010-05
2010-09
2011-01
2011-05
2011-09
2012-01
2012-05
2012-09
2013-01
2013-05
2013-09
2014-01
2014-05
2014-09
2015-01
2015-05
2015-09
2016-01
2016-05
2016-09
2017-01
2017-05
2017-09
数据来源：CSMAR股票流动性数据库
AILLIQ_M

一带一路

➢ 中国向沿线国直接投资流量前20的国家分布



数据来源：**一带一路**研究数据库

CSMAR热点库

财务报表

股票市场交易

治理结构

财务指标分析

并购重组

股东

红利分配

首次公开发行（A股）

财务报告审计意见

关联交易

违规处理

财务报表附注

民营上市公司

增发配股

宏观经济

年、中、季报公布日期

银行贷款

银行财务

区域经济

分析师预测

近两年上线热门数据库

股吧舆情

按照吧龄、发帖终端类型、发帖时间、净评论情况分类的投资者情绪和文本情绪的统计表

海外直接投资

海外并购、海外设立子公司/联营/合营公司、海外业务收入

绿色金融

绿色信贷、绿色运营、绿色债券和碳金融交易数据

动量因子

动量因子、Carhart 四因子

上市公司基本信息

上市公司基本信息年度表、上市公司基本信息变更表

行业财务指标

财务指标总值、财务分析指标均值、衡量行业竞争度的指标、行业变动轨迹以及国资委出版的企业绩效评价标准值

精准扶贫

产业发展、转移就业与易地搬迁、教育脱贫投入;健康及生态保护、兜底保障与社会扶贫投入;精准扶贫工作获奖情况、精准扶贫工作统计

家族企业

家族化方式、家族化时间、创始人、参与管理代数

股票流动性

个股换手率、个股Amihud指标、市场Amihud指标

上市公司与子公司专利

专利申请、专利申请（授权个数）
专利申请（未决个数）

标准化研发流程

数据来源权威

- 数据源均来自信息披露官网及证券交易所等合法、权威网站，从源头上保证数据准确性。

采集流程专业

- 规范、专业的数据产品设计和数据处理流程，为数据库的准确性、一致性提供了坚实的保障。
- 不断升级的智能采集工具形成一整套规范的程序抓取、人工采集、程序质检流程，保障数据处理的标准化。

质检流程规范

- 数据质检工序：**入库前人工审核；质检语句拦截；核心数据AB交叉录入；第三方数据比对；科学抽样检查；权威专家对数据质量体验与评估**等，多环节避免数据质量问题。
- 智能质检系统实现自动化任务及手动任务相结合的重点校验表间逻辑关系，提高数据质量

增值服务&数据合作

➢ **增值服务**

定制服务：为客户量身定制所需数据

调研服务：协助客户采集非公开数据

➢ **数据合作**

给专家学者一同合作开发

数行者科技 DATAGO TECHNOLOGY LIMITED **报刊新闻量化舆情数据库**

智道金服 ZIASSET FINANCIAL SERVICE **ATree智能资产配置系统（私募数据）**

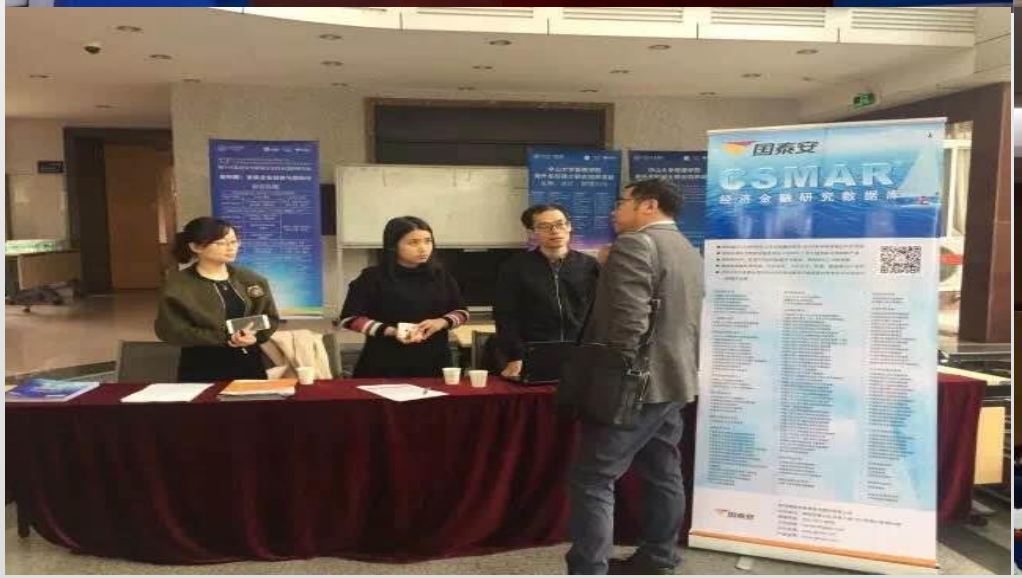
目录

01 CSMAR介绍

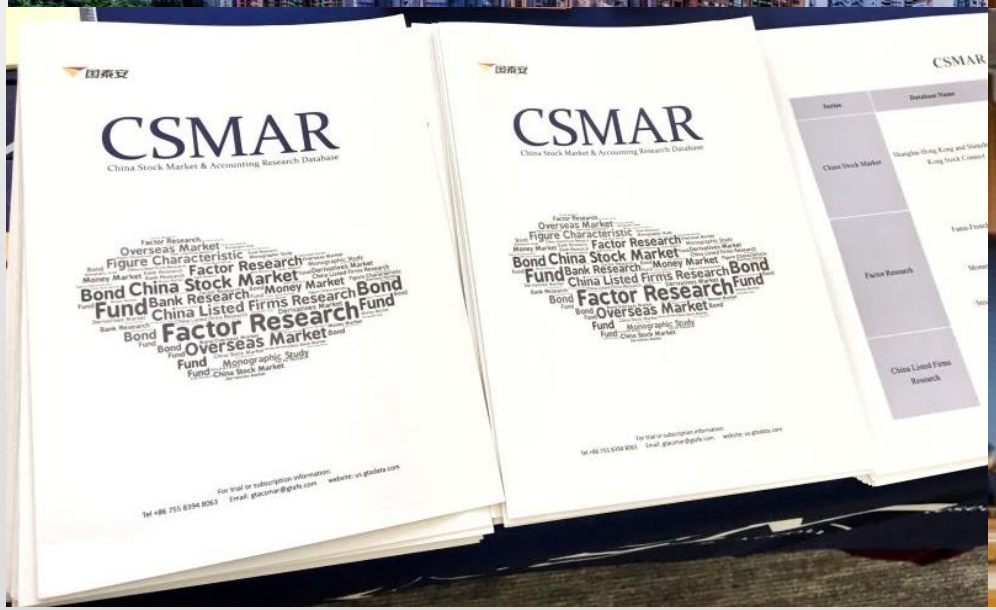
02 近期动态

03 实证案例分享

“第十三届创业与家族企业成长国际研讨会”



“2018年FMA-亚太区金融年会”



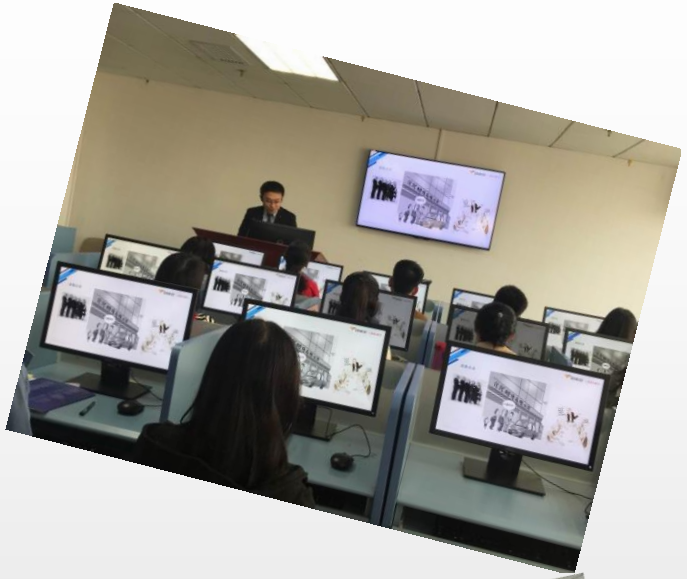
2018中国实证研究（财经）论文大赛

- **联合主办：**《中国会计评论》与CSMAR Database
- **大赛网址：** http://www.gtafe.com/ContentShow/NewsDetail/4065

- **竞赛内容:**财务会计、成本会计、管理会计、政府会计、税务、公司金融、内部控制与风险管理、基金评级、公募基金、并购重组等相关实证研究。
- **参赛对象:** 全国范围内的学者及硕博研究生（含港澳台）。

CSMAR全国实证研究公益巡讲（2018）

- **巡讲时间：**2018年9-12月
- **巡讲场次：**清华大学、南开大学、天津财经大学、澳门科技大学等20多所境内外知名高校
- **巡讲阵容：**
  - 高玉翔：西南财经大学博士
  - 薛松超：华中科技大学博士
  - 苏　飞：悉尼科技大学博士
  - 田　慧：国泰安高级讲师
  - 姜银莲：国泰安高级讲师



- **主　　办**：中国财经数据创新研究院
- **承　　办**：CSMAR DATABASE
- **会议主旨**：为经济学者和研究人员搭建“把握学术前沿，交流科研心得，培养创新意识，增进学术氛围”的交流平台。
- **会议内容**：分享中国财经相关议题在国际发表情况

  近期国际前沿实证研究

  创新数据的应用
- **会议时间：2019年1月13日（周日）09:00~21:00（深圳）**

海内外知名学者
发表**主旨演讲**

知名金融专家、数据商
代表出席**圆桌会议**

与国内外知名金融机构
进行**深度交流**

中国实证研究(财经)高峰论坛

China Empirical Research Forum (Finance and Economics)

CSMAR公众号

Wechat ID: **gtadata**

每周定期更新研究热点

科研相关公众号

管理学季刊、经济研究、知社学术圈、金融学前沿论文速递、论文大焖锅、唧唧堂、经济学漫谈、Paper4You

目录

01 CSMAR介绍

02 近期动态

03 **实证案例分享**

CSMAR实证案例一

中国实业部门投融资决策机制研究

———基于经济政策不确定性和融资约束异质性视角

张成思 刘贯春

人大金融、上海公管

2018 **经济研究**

国泰安数据库

（**CSMA R**）

中国实业部门投融资决策机制研究*

——基于经济政策不确定性和融资约束异质性视角

张成思　刘贯春

内容提要：本文将经济政策不确定性引入三期动态投融资模型，基于融资约束条件对中国实体企业进行分类，阐释经济政策不确定性对不同融资约束企业的投融资决策的差异化影响，并利用 2007—2017 年非金融类上市公司的季度数据开展实证检验。理论分析和计量结果一致表明，无论企业的融资约束高低，经济政策不确定性升高均会导致固定资产投资下降，但融资决策的调整依赖于所面临的融资约束程度。特别地，杠杆率下降幅度和现金持有向上调整幅度在低融资约束企业要明显弱于高融资约束企业。进一步的机制分析还发现，经济政策不确定性通过未来现金流预期、固定资产收益率和现金流不确定性影响企业投融资决策，但不显著影响债务融资成本。

关键词：实体企业　投融资决策　经济政策不确定性　融资约束

研究问题

➢ 提出假设

- 假设１：无论企业面临的融资约束如何，经济政策不确定性均会抑制固定资产投资。
- 假设２：经济政策不确定性对融资决策的影响依赖于其所面临的融资约束程度。

➢ 资料样本

- 时间跨度：2007 年第1 季度-2017 年第3 季度
- 样本选择：考虑到2007 年新会计准则的执行及股权分置改革基本完成，选取中国A 股非金融类上市公司的季度数据
- 处理：剔除2014 年之后上市、ST 类上市公司
- 样本量：84733 个非平衡面板观测值

构建模型

1. 检验经济政策不确定性对企业固定资产投资的影响

$$Inv_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Epu_{t-1} + \alpha_2 Size_{i,t-1} + \alpha_3 Grow_{i,t-1} + \alpha_4 Cfo_{it} + \alpha_5 Lev_{i,t-1} + \alpha_6 Roa_{i,t-1}$$

$$+ \alpha_7 Saleg_{i,t-1} + \delta_1 Eg_t + \delta_2 \Delta M2_t + \mu_i + Quart_t + \varepsilon_{it}$$

- **被解释变量：** *Inv*-固定资产投资占比
- **解释变量：** *Epu*-经济政策不确定指数
- **控制变量：**
  - •企业层面

    企业规模*Size*、成长机会*Grow*、经营性现金流*Cfo*、杠杆率*Lev*、盈利能力*Roa*、增长潜力*Saleg*
  - •时间层面（经济政策不确定指数是时间序列数据，直接引入时间固定效应将引起多重共线性）

    经济增长*Eg*、货币政策*ΔM2* 和季节效应*Quart*
- **个体固定效应μ_i**

2. 检验经济政策不确定性对企业融资决策的影响

$$Lev_{it} = \beta_0 + \beta_1 Epu_{t-1} + \beta_2 Size_{i,t-1} + \beta_3 Grow_{i,t-1} + \beta_4 Tag_{i,t-1} + \beta_5 Cfo_{it} + \beta_6 Roa_{i,t-1} + \delta_1 Eg_t + \delta_2 \Delta M2_t + \mu_i + Quart_t + \varepsilon_{it}$$

$$Cash_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 Epu_{t-1} + \gamma_2 Size_{i,t-1} + \gamma_3 Grow_{i,t-1} + \gamma_4 Cfo_{it} + \gamma_5 Age_{it} + \gamma_6 Lev_{i,t-1} + \gamma_7 Roa_{i,t-1} + \delta_1 Eg_t + \delta_2 \Delta M2_t + \mu_i + Quart_t + \varepsilon_{it}$$

- **被解释变量：** *Lev*-企业杠杆率；*Cash* -企业现金持有比例
- **解释变量：** *Epu*-经济政策不确定指数
- **控制变量：**
  - 企业层面

    企业规模*Size*、成长机会*Grow*、经营性现金流*Cfo*、杠杆率*Lev*、盈利能力*Roa*、增长潜力*Saleg*

    企业年龄*Age*、有形资产比例*Tag*
  - 时间层面-不随企业变化的宏观经济变量

    经济增长*Eg*、货币政策*ΔM2* 和季节效应*Quart*
- **个体固定效应μ_i**

变量	度量方式
固定资产投资占比*Inv*	固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金之和，并用总资产进行标准化
企业杠杆率*Lev*	负债总额占总资产的比重
现金持有*Cash*	货币资金占总资产的比重
企业规模*Size*	企业总资产规模的自然对数
成长性*Grow*	托宾*Q*值
有形资产比例*Tag*	固定资产净额占总资产的比重
经营性现金流*Cfo*	经营性现金流与总资产的占比
企业年龄*Age*	公司自成立以来的年限数目
盈利能力*Roa*	净利润占总资产的比例
经济增长*Eg*	全国层面的真实GDP 增长率
货币政策*ΔM2*	*M2*增速
季节效应*Quart*	3个0-1虚拟变量

企业层面的原始数据来源：国泰安（CSMAR）数据库。

经济政策不确定性：Baker et al.（2016），利用中国经济政策不确定性月度数据进行简单算术平均。

融资约束程度高低的划分：一是所有制形式；二是企业规模。

实证分析与结论

表 2　　经济政策不确定性与企业投融资决策

变量	全样本			所有制		企业规模	
				国有企业	民营企业	大规模	小规模
Panel A：因变量为固定资产投资							
L. Epu	−0.0028***	−0.0024***	−0.0079***	−0.0074***	−0.0085***	−0.087***	−0.0066***
	(0.0001)	(0.0004)	(0.0006)	(0.0008)	(0.0009)	(0.0016)	(0.0012)
Panel B：因变量为杠杆率							
L. Epu	−0.0189***	−0.0055***	−0.0220***	−0.0164***	−0.0305***	−0.0111**	−0.0349***
	(0.0006)	(0.0020)	(0.0026)	(0.0036)	(0.0041)	(0.0046)	(0.0055)
Panel C：因变量为现金持有比例							
Epu	−0.0057***	−0.0297***	0.0104***	0.0060***	0.0127***	0.0103***	0.0237***
	(0.0004)	(0.0024)	(0.0015)	(0.0020)	(0.0022)	(0.0019)	(0.0043)

- **假说1成立：**全样本中经济政策不确定性显著抑制固定资产投资；分样本中经济政策不确定性对固定资产投资的负向影响均与企业面临融资约束程度无关。
- **假说2成立：**经济政策不确定性对企业杠杆率存在异质性影响，具体取决于企业所面临的融资约束程度；经济政策不确定性对企业现金持有策略存在差异化的作用，具体取决于企业所面临的融资约束程度，即低融资约束企业的现金持有向上调整幅度更高。

CSMAR实证案例二

高管海外经历是否提升了薪酬差距

柳光强 孔高文

中南财经政法大学会计学院；广州大学经济与统计学院

2018 管理世界

CSMAR 国泰安数据库

高管海外经历是否提升了薪酬差距*

□柳光强　孔高文

摘要：本文尝试从文化冲突的角度考察企业内部薪酬制度。具体而言，本文以高管的海外经历度量其文化特征，通过手工搜集整理上市公司高管的海外经历数据，考察对管理层与普通员工之间薪酬差距的影响。文章发现：高管的海外经历能够显著提升薪酬差距。稳健性检验和内生性检验结果表明，这一结果是稳健的。进一步分析发现：高管的海外经历在民营企业、无政治关联的企业内具有更强的作用；相比海外工作经历，高管的海外教育经历具有更显著的提升作用；相比集体主义倾向国家，来自个人主义倾向国家的高管对薪酬差距的影响更大。最后，本文还发现高管的海外经历会降低企业内部薪酬差距的激励作用，降低企业业绩。本文结论凸显了文化冲突对企业治理的影响，同时也为监管部门统筹用好海外人才资源提供了一定的参考意义。

关键词：海外经历　薪酬差距　企业业绩

研究问题

➢ 提出假设

- 研究假设：在其他条件不变的情况下，具有海外经历的高管会使得企业具有更高的内部薪酬差距。

➢ 资料样本

- 时间跨度：2004 -2013 年
- 样本选择：我国沪深两市A 股非金融类上市企业数据
- 数据处理：剔除了公司财务数据与高管个人信息的缺失值
- 样本量：8814个有效观测值

构建模型

高管海外经历是否会显著提高内部薪酬差距

$$Gap = \alpha_0 + \beta_1 versea + \sum \beta_i Control_i + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon$$

- **被解释变量：**高管的海归经历*Oversea*
- **解释变量：**内部薪酬差距*Gap*
- **控制变量：**
  - •公司特征

    公司规模*Size*、财务杠杆*Lev*、总资产收益率*ROA*、托宾*Q* 值*Q*、销售收入增长率*Sale*、企业现金流*Cash*
  - •企业治理特征

    第一大股东持股比例*Top1*、两职合一*Duality*、企业产权性质*SOE*
  - •企业所在地经济发展情况*GDPr*
- ***ΣYear* 和*ΣIndustry* 分别表示年度虚拟变量和行业虚拟变量**
- **所有的自变量均滞后一期**

变量	度量方式
高管的海归经历*Oversea*	若企业当年在任的总经理或董事长具有海外经历，则取值为1，反之为0
内部薪酬差距*Gap*	董监高平均薪酬除以普通员工平均薪酬
公司规模*Size*	企业总资产的自然对数
资产负债率*Lev*	企业总负债与总资产的比值
资产回报率*ROA*	净利润与企业总资产的比值
企业成长性*Q*	比企业的托宾Q 值
销售收入增长率*Sale*	年度销售收入增加额与上期销售收入的比值
现金流*Cash*	经营活动产生的净现金流与总资产的比值
第一大股东持股比例*Top1*	比例第一
两职合一哑变量*Duality*	若董事长兼任总经理时取值为1
公司产权性质哑变量*SOE*	若企业为国有企业则取值为1
地方经济发展速度变量*GDPr*	企业所属城市GDP增长率

上市企业的海外经历 数据来源：CSMAR 国泰安数据库的治理结构子数据库

高管年龄、性别和任职期限，以及企业财务数据和公司治理 数据来源：CSMAR 国泰安数据库

实证分析与结论

➢ 主要结论

- 高管海外经历Oversea 能够显著提高企业内部薪酬差距。在控制了行业、年度效应，以及纳入更多控制变量后，结果依然显著存在。

➢ 经济意义

- 相比高管不具有海外经历的企业，高管具有海归经历的企业的内部薪酬差距显著提高约15%（0.630/4.067）。
- 此外，所有控制变量结果与现有文献基本保持一致。

➢ 研究假设成立。

表2 企业海归特征与内部薪酬差距

Dep. Var	*Gap*		
	(1)	(2)	(3)
Oversea	0.811*** (0.199)	0.808*** (0.231)	0.630*** (0.224)
Size			0.682*** (0.050)
Lev			−0.059** (0.024)
ROA			3.146*** (0.612)
Q			−0.188*** (0.021)
Sale			0.053 (0.059)
Cash			0.397 (0.416)
Top1			−2.009*** (0.239)
Duality			−0.191** (0.095)
SOE			−0.335*** (0.084)
GDPr			0.010 (0.015)
Industry	No	Yes	Yes
Year	No	Yes	Yes
Constant	−0.172*** (0.036)	−0.318 (0.356)	−7.969*** (0.730)
Observations	8814	8814	8814
R-squared	0.002	0.004	0.060

CSMAR实证案例三

Executive Turnover and Firm Performance in China

Takao Kato　Cheryl Xiaoning Long

Colgate University；Xiamen University

American Economic Review

2006

Hypotheses

- Hypothesis 1: The presence of a majority controlling shareholder makes CEO turnover more sensitive to firm performance.
- Hypothesis 2: Sensitivities of CEO turnover to performance are lower for listed firms controlled by the state than for privately controlled listed firms.
- Hypothesis 3: The presence of independent directors enhances turnover-performance sensitivities.
- Hypothesis 4: Improvement in firm performance after the replacement of the CEO is greater for listed firms with a majority controlling shareholder and listed firms with private individuals/firms as the ultimate controller.

Data

- Time: 1998 to 2002
- Sample selection: for each listed firm in China, identify the individual who holds the position closest to that of CEO in Western firms.
- Observation: 638 firms and 2181 observations

Model

$$\ln[\Pr(TURNOVER)/1-[\Pr(TURNOVER)]$$

$$=\alpha+\beta_1 PERFORMANCE+\beta_2 MAJORITY+\beta_3 PRIVATE+\gamma_3 INDEPENDENT$$

$$+\beta_{21} PERFORMANCE*MAJORITY+\beta_{31} PERFORMANCE*PRIVATE$$

$$+\gamma_{31} PERFORMANCE*INDEPENDENT+\gamma Z$$

- **TURNOVER**=1 if the firm replaces its CEO during the year, 0 otherwise.
- **PERFORMANCE**=firm performance in the previous year
  - the stock market performance measure (industry adjusted stock return or RETURN)
  - accounting measures (i.e., industry adjusted changes in ROA or ΔROA)
- **MAJORITY**=1 if the firm's largest shareholder owns more than 50 percent of the firm, 0 otherwise.
- **PRIVATE**=1 if the firm's ultimate controller is a private individual or firm, 0 otherwise.
- **INDEPENDENT**=the proportion of independent directors
- control variables**Z**: age, gender, tenure, and previous job titles, firm size and time effects
- **Potential issue of endogeneity**
  - **MAJORITY, PRIVATE** and **INDEPENDENT** all take the one-year lagged values.

Results

TABLE 1—TURNOVER-PERFORMANCE SENSITIVITIES, OWNERSHIP, AND CORPORATE GOVERNANCE: LOGIT ESTIMATES

Part A: Parameter estimation

	PERFORMANCE =			
	RETURN		ΔROA	
Independent variable	Estimated coefficient	Standard error	Estimated coefficient	Standard error
PERFORMANCE	0.194	(0.198)	−0.918	(1.304)
PERFORMANCE∗MAJORITY	−1.034	(0.364)**	−5.410	(1.961)**
MAJORITY	0.120	(0.107)	0.028	(0.109)
PERFORMANCE∗PRIVATE	−1.497	(0.717)*	−1.373	(1.915)
PRIVATE	0.716	(0.203)**	0.600	(0.198)**
PERFORMANCE∗INDEPENDENT	−8.989	(4.547)*	−16.285	(10.256)
INDEPENDENT	−0.983	(1.037)	−0.127	(0.227)
Observations	2,181		2,171	

- CEOs as well as accounting and financial data: the CSMAR.
- Ownership and corporate governance data: the database developed by Sinofin Information Services.
- For both stock market performance and the accounting measure, that the CEO turnover-performance link is stronger for firms with a majority shareholder.
- Insofar as stock performance is concerned, the turnover-performance link is weaker for listed firms controlled by the state.
- The presence of independent directors will enhance turnoverperformance links.

$$PERFORMANCE_{+t} = \alpha + \beta_1 TURNOVER + \beta_2 MAJORITY + \beta_3 PRIVATE + \beta_{21} TURNOVER*MAJORITY + \beta_{32} TURNOVER*PRIVATE + u$$

- **$PERFORMANCE_{+t}$**: firm performance t years after CEO turnover and t=1, 2, and 3.

TABLE 2—EFFECTS ON NET-OF-INDUSTRY STOCK RETURN OF CEO TURNOVER (OLS ESTIMATION)

	Dependent variable =					
	$RETURN_{+1}$	$RETURN_{+2}$	$RETURN_{+3}$	ΔROA_{+1}	ΔROA_{+2}	ΔROA_{+3}
TURNOVER	0.003	−0.028	−0.039	0.019	0.008	0.067
	(0.027)	(0.020)	(0.035)	(0.008)*	(0.021)	(0.040)+
PRIVATE	0.019	0.023	−0.003	−0.004	0.041	−0.033
	(0.029)	(0.023)	(0.045)	(0.009)	(0.024)+	(0.051)
PRIVATE* TURNOVER	0.161	−0.008	0.238	0.012	−0.037	0.721
	(0.059)**	(0.047)	(0.094)*	(0.018)	(0.048)	(0.107)**
MAJORITY	0.016	0.019	−0.021	0.001	−0.004	0.018
	(0.016)	(0.013)	(0.022)	(0.005)	(0.013)	(0.025)
MAJORITY* TURNOVER	0.029	0.012	0.140	−0.009	−0.001	−0.076
	(0.037)	(0.028)	(0.049)**	(0.011)	(0.028)	(0.056)
Observations	1,535	743	274	1,506	731	269
R-squared	0.04	0.02	0.06	0.01	0.01	0.21

- For listed firms with majority controlling shareholders and privately owned listed firms, the post-turnover performance experiences greater improvement than for state-controlled listed firms without majority shareholders.

实证经济研究的几点思考

- 结构模型的广泛应用
- 数据导向型研究与问题导向型研究
- 理论与经验分析的紧密结合
- 数据的重要性

国泰安 让教育更智慧！

谢　　谢

CSMAR产品部