

商业风险、所有权集中度 与 CEO 解职关系研究

汪金爱¹, 于 鸣²

1 北京大学 国家发展研究院, 北京 100871

2 北京大学 光华管理学院, 北京 100871

摘要: CEO 解职是公司重要的战略选择之一, 多种因素影响着这一过程。为了对中国情境下的 CEO 解职有更深入的了解, 选择国泰安信息技术公司的中国上市公司治理 (CSMAR) 数据库作为主要信息来源, 从色诺芬数据库补充其他相关数据, 从 1997 年~2008 年中国上市公司的全部 CEO 离职事件名录中剔除不完整信息和正常退休原因等造成的变动, 在 2 455 件 CEO 离职中共鉴别出 89 件解职事件, 通过 logistic、Cox 半参数模型生存等技术对主要假设进行统计检验, 采用多种分析手段得到更为稳健的分析结果。实证结果表明, 商业风险、CEO 与董事长兼任、所有权集中度都与 CEO 解职率正相关, 所有权集中度负向调节商业风险对 CEO 解职率的作用, 所有权集中度作为所有者社会情感财富的体现, 通过调节作用降低了现任 CEO 被解职的风险。

关键词: CEO 解职; 战略选择参照点; 商业风险; 所有权集中度

中图分类号: F270

文献标识码: A

文章编号: 1672-0334(2010)05-0022-10

1 引言

替换低绩效的 CEO 是公司董事会最为主要的职责, 可以确保公司更加适应日益变化的环境^[1]。并不是所有的 CEO 离职都具有同等的研究意义, 退休、升迁、健康等导致的离职并不是真正意义上的公司战略决策^[1], 而 CEO 解职, 即非自愿的强制性离职则代表着企业重要的战略选择, 因而成为理论研究的焦点。

基于代理理论的传统观点主要研究绩效与 CEO 解职或离职的关系, 研究结果表明绩效下滑提高了 CEO 被解职的概率, 董事会的效率在调节这种关系^[1-4]。然而这些研究大部分是在美国为主的公司治理环境下进行的, 公司的所有权较为分散, 这些结论并不能很好地解释中国情境下 CEO 解职问题。部分研究表明, 如果不采用非常精细的公司绩效测量方法, 传统的绩效测量在分析 CEO 解职时变得不敏感, 如赵震等的文献统计^[5]; 绩效对 CEO 解职的作用甚至会失去显著性, 如 Chang 等的研究^[6]; 为此游

家兴等开始研究信息透明度在其中的作用^[7]。

在高度集中的所有权环境下, 以政府 (通过官僚来代理) 和家族为主的所有者社会情感财富必然介入到 CEO 解职这样重要的战略决策之中^[8,9]。因此, 仅考虑公司的经济绩效对 CEO 解职决策的影响是不完全的。为此, 本研究绕开传统的分析框架, 从所有者的角度考察中国情境下的 CEO 解职。

2 相关研究评述和假设提出

代理理论认为公司的绩效下滑导致 CEO 解职率上升。公司绩效与 CEO 解职率之间的反向关系在许多研究中得到广泛认同^[1-4], 然而公司绩效所能解释的 CEO 解职率变异不到 50%^[1,2], Fredrickson 等认为除绩效外的其他因素在发挥着主要的作用^[1]。CEO 解职作为社会和政治过程, CEO 的权力与董事会效率间的角逐被大量研究^[3,10], 然而这些研究主要关注所有权相对分散的所谓“原子化产权企业”, 并不能很好地解释在所有权相对集中的现实制度环

收稿日期: 2010-04-03 修返日期: 2010-08-20

作者简介: 汪金爱 (1974-), 男, 甘肃甘谷人, 北京大学国家发展研究院博士研究生, 研究方向: 战略管理、高管团队理论和战略领导力。E-mail: wja676@gmail.com

境下的CEO解职。中国相关研究也主要在代理理论和Fredrickson等的CEO解职社会政治模型框架内进行^[1],如龚玉池、游家兴、张俊生和欧阳瑞等的研究^[11,7,12,13]。在此基础上,中国许多研究基于团队的相似性和吸引力理论,对于高管团队异质性等人口变量的调节作用给予了较多关注,柯江林、张龙和周俊等的研究证明团队异质性成为影响CEO解职或离职的重要因素之一^[14-16],但这些因素对绩效与解职关系的调节作用会更为明显。部分研究注意到中国公司治理的特殊性,开始考察所有权结构、政府控制权等因素对于绩效与解职关系敏感性的调节作用^[5,17,18],这些研究关注的重点仍然是绩效和传统的公司治理效率,忽视了不确定环境下所有者的因素,尤其是社会情感财富的重要性。

全球范围内家族企业或国有企业已成为主宰,几乎不存在原子化产权企业^[19],即使在产权制度完善、所有权相对分散的美国,家族占有重要所有权或管理角色的私人控股企业也至少达到全部企业的80%^[8,9]。按照传统理论,所有权集中作为一种内部控制机制会提高董事会的监督效率,导致更高的CEO离职率^[2,20]。但在现实环境中CEO解职极为罕见,在本研究调查的1999年~2008年中国上市公司的3757个CEO离职事件中,仅有89个是CEO被解职。Furtado等的研究发现,从1975年~1982年的1406个CEO离职中有62件解职,解职率仅为4.41%^[2]。

CEO解职研究中有两个议题亟待更为深入地研究。首先,为什么在真实的商业世界中CEO解职如此罕见;其次,为什么不同所有权结构的公司呈现出不同的CEO解职模式。通过Kahneman和Fiegenbaum等的前景理论^[21,22],本研究部分地回答了CEO解职研究中的这两个关键问题。首先,商业风险作为主要的不确定性来源,稀释了所有权集中所带来的监督效率,因而在高度不确定性环境中,政府、家族作

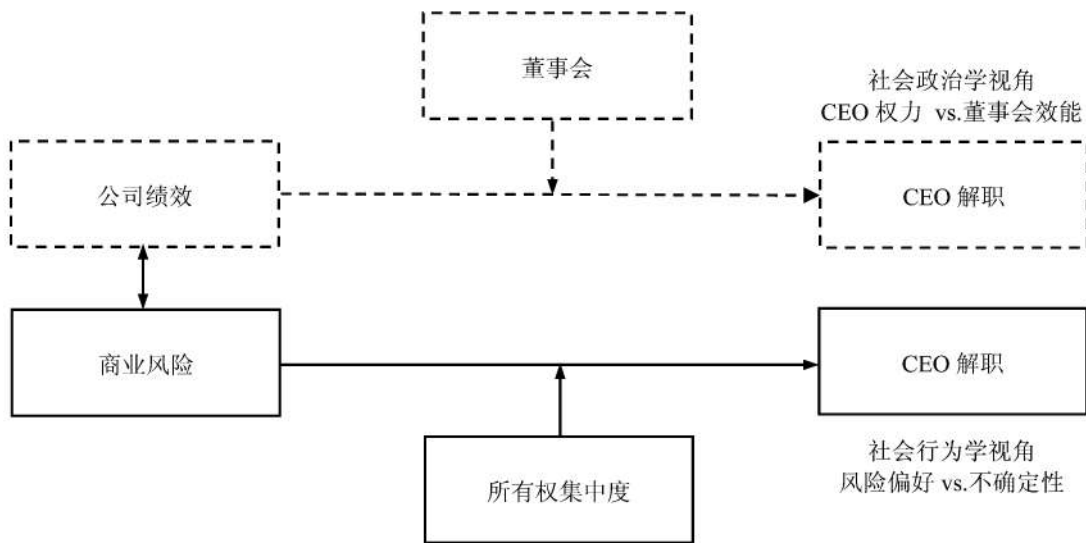
为较为普遍的所有者,其社会情感财富权衡必然介入董事会决策过程,降低了CEO解职事件的发生;其次,不同程度的所有权集中度影响CEO解职决策,决策者的风险偏好基于情景而定,因而从社会情感财富来描述,低集中度公司具有较强的战略冒险动机,导致更高的CEO解职率。

CEO解职的传统研究考察公司高管层面对于董事会的权力影响,但未触及所有权结构在董事会决策中的重要性,忽视了所有者作为委托人在CEO解职中的重要性。现有文献关于公司治理结构特征的影响占据着重要位置^[1-4]。然而,仅仅关注这些结构特征有可能掩盖影响董事会决策的最根本因素^[23],即来自所有者的压力和董事会自身的偏好及风险感知。董事会实际上是一系列偏好和价值观的集合,CEO解职决策是董事会期望、感知、归因和评估所导致的动态政治过程^[1,23]。Mintzberg认为,董事们保护他们选择的任何人……这取决于他们自己的需求和所代表集团的压力^[24],无疑所有者是董事们必须考虑的最为重要的“所代表集团”。

本研究在传统的公司治理结构特征之外,通过所有者角度来理解CEO解职决策;引入商业风险这一重要变量,以所有者的风险态度来揭示公司的战略决策;利用前景理论研究CEO解职,以社会情感财富代替传统的客观指标作为战略决策参照点^[25]。本研究框架以及与传统CEO解职的社会政治模型的对比见图1。

2.1 风险、CEO - 董事长兼任、所有权集中度与CEO解职

风险是结果或事件(尤其是未来)的不确定性^[26],商业风险通常定义为收益的较大幅度波动,往往会增加公司失败的可能^[26],是影响CEO解职的重要因素。由于测度的困难,或假定已包含于绩效变量,CEO解职研究很少包含商业风险^[26]。



注:虚线为社会政治学框架(传统框架),实线为社会行为学框架(本研究)。

图1 本研究框架与传统研究中CEO解职框架的比较

Figure 1 Comparison of Research Frameworks between Traditional Study and Ours

现有研究有两种观点认为商业风险对 CEO 解职决策产生直接作用。

传统观点基于对现任 CEO 努力程度的推断,认为商业风险削弱了预测和计划活动,影响组织战略和对未来的规划;同时商业风险阻碍对 CEO 努力程度的准确评估和归因^[1,23]。因此,较高的商业风险构筑了新的 CEO 掩体,使之游离于董事会恰当的评估、归因和监督之外,敬业或渎职均无法得到正确的评估和激励。在位 CEO 与董事会之间的信息不对称导致 CEO 最大化其自身目标,放松完成公司目标的努力。CEO 降低努力,甚至采取诸如“CEO 堑壕”或“王国营造”行为损害企业利益。这些不当行为在 CEO 的操控下并不能完全反映在公司绩效中,但却会导致企业形象和长期利益受损,如诉讼、丑闻、不法行为的增加以及企业社会责任的缺失等^[27]。按照“替罪羊”理论^[28],所有者或董事会最终通过解除 CEO 职务来改善公司形象。

另一种观点是由 Bushman 等的最新研究提出的^[29],认为风险与绩效一样传递了现任 CEO 能力信息,董事会通过绩效波动推断不易直接观测的现任 CEO 能力水平。Bushman 等通过经济模型和实证分析表明,在控制绩效的前提下,公司内部特定的非系统风险增加了 CEO 被解职的概率^[29]。董事会通过学习过程推断公司风险是否与 CEO 的能力相关,并在解职决策时比较现有 CEO 与继任 CEO 能力的高低,确定对现有 CEO 能力的最低容许程度。较低的绩效波动反映了在位 CEO 对公司内非系统风险较强的掌控能力,是其自信和能力的体现,增加了解职成本,因而解职率较低;而较高的风险波动,反映在位 CEO 的能力不足,降低了解职成本,导致较高的解职率。其他条件不变时,本研究提出假设。

H₁ 商业风险与 CEO 解职率正相关。

自 Fredrickson 等的 CEO 解职的社会政治模型开始^[1],大部分研究认为 CEO 拥有的职衔数量标志着其在公司内权力的大小,CEO 和董事长兼任与只担任 CEO 职务相比具有更大的组织权力,CEO 兼任等强势地位会导致 CEO 在被解职之前先发制人,降低被解职威胁。然而,在董事会决策中,CEO 的权力和所应承担的责任并不相同,权力越大意味着 CEO 所应承担的责任越明确,董事会的监督也变得相对容易^[30]。面对低绩效和商业风险,CEO 和董事长兼任时,由于职责更为明确,不存在 CEO 与董事长间责任分摊的问题,推断在位 CEO 的能力和责任感变得更为容易^[24,26,27]。另外,Shen 等在实证研究中也发现,CEO 和董事长兼任与内部继任型解职正相关,而与外部继任型解职负相关,由此认为高管团队的内部斗争作为一种内部治理机制^[11],使 CEO 的责任更为清晰,将下属作为替罪羊也变得更为困难^[28]。其他条件相同时,CEO 兼任导致更高的解职率,因此提出假设。

H₂ CEO 和董事长兼任与 CEO 解职率正相关。

传统的理性决策理论和现代投资组合理论预

测,由于高集中度所有者固有的风险规避偏好以及其更难分散的投资风险,面对低绩效 CEO 和高商业风险时,高集中度所有者的最优选择是解除现任 CEO 职务以降低风险。因此,单纯考虑经济收益时,所有权集中度越高,低绩效的 CEO 越容易被解职。因此提出假设。

H₃ 公司的所有权集中度与 CEO 解职率正相关。

2.2 风险偏好和 CEO 解职

除了纯粹的经济收益,所有者分享着来自高集中度所有权带来的社会情感财富。高度集中的所有者通常是家族、机构投资者和政府等,现任 CEO 往往寄托着他们更高的社会情感财富^[8,9],因而仅仅考虑经济风险的主流 CEO 解职观点是不完全的。社会情感财富是来自于现任 CEO 的非财务福利,满足高度集中所有者的情感或政治需要,如身份、管理控制力、国家安全或形象、利益集团的支持等。高度集中的家族所有者其社会情感财富也包括施加威权的能力,源于忠诚、情感和亲密关系的满足感,寄托于现任 CEO 的家族价值观延续以及家族王朝的承继^[9,31]。国家安全或国家形象的顾虑、利益集团的支持等在发展中国家更为流行,并将其托付于国有企业和与其政治结盟的家族企业。

Shleifer 等认为,国有企业实际上被官僚所控制,他们具有高度集中的控制权但却缺乏相应的现金流控制权,企业的现金流进入了政府预算,他们的目标与代理理论的预测大不相同,官僚目标实际上是由他们的政治利益决定的^[32]。Shleifer 认为,官僚们沉溺于权力和地位所带来的各种福利,其最基本的目标之一就是获取政治支持,即获得必要的选票和联盟的忠诚^[33]。选票和忠诚可以扼制反对者的出现,作为回报国有企业常被用作回馈支持者的利益输送纽带,如强制性的超额雇佣、创建重大工程项目、高管们巨额回报甚至直接的财产转移等。同时,官僚们的个人利益(如受贿等)也体现在国有控股上。这些决策往往是由现任 CEO 完成的,国企的效率低下并不只是管理者们缺乏降低成本的动机,也是这些利益输送所致。国有企业所有者与现任 CEO 的关系除了企业经济绩效的考核外,还有许多更为重要的社会情感财富权衡。

可见,家族或政府所有者的职责基于血缘^[34]或政治纽带,而非单纯的经济利益,因而在一定程度上这些所有者给予现任 CEO 的机会是利他性的^[31],而非简单的经济自利行为。解除现任 CEO 的职务将导致这些业已存在的利他关系(如血缘关系、政治纽带等)受到损害,失去长期积累的亲密关系,削弱所有者在企业甚至政治上的有利地位,伤害政治同盟的利益或损害家族形象^[9,31],最终导致所有者代表(如家族企业的董事长、国有企业的监管官员等)失去家族或利益集团的支持,危害其长期的社会情感财富。

前景理论放松了经济学的所有者具有固定风险规避偏好的假设,假定所有者具有权变风险偏好,并

随所决策问题的框定而变。问题框定通过选择参照点来比较可行选择的预期结果,决策问题相对于参照点位置而变化,因而可被框定为在潜在收益或损失中进行选择。面对潜在损失,决策者更为冒险;面对潜在收益,决策者则更为风险规避^[21,22]。CEO解职稀释了所有者的社会情感财富,高度集中的所有者将现任CEO的解职视作重要损失,而将维持现状框定为潜在收益,因而更加保守和风险规避,降低CEO被解职的机会。而较为分散的所有者,源自现任CEO的社会情感财富较少,对于决策问题的框定恰好相反,任命新的CEO可带来新的机遇,有望改变企业绩效和降低商业风险,而保留现有CEO则是一种潜在的损失,因而增加CEO被解职的概率。因此提出假设。

H₄ 所有权集中度负向调节商业风险对CEO解职的作用。面对相同的商业风险,高集中度所有者较低集中度所有者具有更低的CEO解职率。

3 研究方法

3.1 研究背景和数据

本研究采用的CEO名录来自于国泰安信息技术公司的中国上市公司治理数据库(CSMAR)所记录的1999年~2007年在上海和深圳上市发行的全部中国证券市场交易公司的CEO离职事件,并以CCER色诺芬数据库和公司相关报表对应补充其他数据。从全部3857个CEO离职事件(不包括正常退休、升迁、健康原因等类型)中选出2455个具有较完整信息的事件。根据数据库记录鉴别出112个解职事件,通过查找公司年报、新闻媒体报道和相关财经网站记录等方法,手工核对后剔除其中23个解职事件,主要是与公报不一致、调任到母公司或政府部门(职务上升)、改任公司董事长、超过退休年龄等,甄别出89个CEO解职事件。这些解职均可以在相关数据库的公司治理文件中找到,并可以从公司年报或新闻报道中核实并获得更全面的信息^[10]。

本研究对离职样本进行筛选主要是因为正常退休、升迁、健康原因等导致的CEO离职并不具有理论意义,一般不属于公司的战略行为。年龄原因导致的正常退休成为CEO离职最为主要的因素,年龄因素导致的高管离职显著性在中国的相关文献中得到较多揭示^[14~16]。其他的离职则包括控股权变动、辞职、个人、完善公司治理结构、任期届满、工作调动、结束代理、其他原因及其他未披露原因等。对存在离职和没有离职的公司层面的绩效、规模、董事会特征等指标进行比较,并未发现明显差异。当然仅选择发生离职事件作为样本在CEO个人属性上可能存在选择偏差,但由于目前中国关于上市公司的数据库中仅记录发生CEO离职的事件,并没有全部上市公司CEO在每一年的信息;并且CEO解职事件极为罕见,采用随机抽样也不太可行。国内外类似的研究大多也是在CEO离职事件中分析解职率,如Chang和Pi等的研究^[6,35]。对离职中剔除的1402个

信息不完整的事件和保留的2455件离职的CEO的任期、年龄以及公司层面的规模、绩效、董事会等关键指标进行比较,并未发现明显差异。

3.2 变量选择和测量

(1) CEO解职。虚拟变量,现任CEO被解职记为1,否则为0。

(2) 商业风险。战略管理文献中,相对于绩效水平的方差仍然是应用最为广泛的商业风险度量方法^[26]。作为一种修正的风险测量方法,Gomez-Mejia等将CEO任职期间的商业风险表示为绩效方差除以平均绩效与最小绩效之差的平方^[8]。本研究采用相同的测度,并用资产收益率(ROA)作为绩效指标。

(3) 所有权集中度。一般采用前5家最大的股东持股比例度量所有权集中度。本研究采用赫芬达尔-赫希曼指数(HHI)测量所有权集中度,即前5大股东持股比例的平方和,并表示为HHI-5,同时也计算前10大股东的赫芬达尔-赫希曼指数(HHI-10),两者高度相关,说明中国上市公司主要由前5大所有者所主宰,结果中不再报告HHI-10的作用。

(4) CEO-董事长兼任。若兼任记为1,否则为0。

(5) 控制变量。如上所述,公司绩效是预测CEO解职最为重要的变量^[1-3,23]。公司绩效被广泛认为反映了CEO的领导能力和敬业程度,本研究将其作为控制变量以反映CEO胜任情况。以前的研究^[10,32]采用资产收益率测度公司绩效,本研究使用滞后一期的ROA测度CEO任期中的真实绩效。由于中国证券市场具有较大的波动和政策干扰,市场收益很难测量中国上市公司真实的绩效,为控制行业因素影响,构建行业虚拟变量。公司规模影响CEO的离职,大公司中的CEO具有更大的控制力,中国企业中这一现象更为明显,创建公司规模变量,并表示为公司总资产的自然对数。由于中国上市公司中大量的国有股和法人股(通常不可交易)被第一大股东持有,前两大股东间的持股差距非常明显,因此本研究以Z指数测量这种差距,计算第一大股东与第二大股东的持股数量之比。

大部分CEO解职研究中强调董事会的重要影响,特别是董事会的独立性在CEO解职及继任决策中的作用^[1-4]。本研究选择外部董事数量和董事会规模(即董事会成员数量)两个变量测度董事会在CEO解职中的影响。

利用CEO的持股比例和任职期限测度CEO权力,CEO的持股比例越高、任职期限越长,解职的可能性越低,前者表示为CEO持股比例,后者为CEO任期。为控制CEO教育背景所带来的影响,构建教育背景虚拟变量。

3.3 分析方法

由于CEO解职为二值虚拟变量,故采用logistic回归模型进行分析;为了验证结论的稳健性,采用生存分析的Cox模型进行事件分析。研究中利用分层调节回归分析验证假设,分层分析允许带有或不带有交互项的模型间进行比较,交互效应只有在自变

量主效应进入且交互项显著解释因变量变差的前提下才存在^[36]。自变量在生成交互项之前需进行均值中心化处理,以减少回归方程中变量间的多重共线性问题^[36]。

4 实证结果报告和讨论

表1报告了各变量全部观测值的均值、标准差和皮尔森相关系数。采用Cohen等检验多重共线性的方法^[36],ROA与公司规模、Z指数与HHI-5间相关系数较高,分别为0.526和0.511,均低于多重共线性问题的临界标准0.6,不构成严重影响。

表2为logistic回归分析结果,表3为生存分析半参数Cox模型回归结果。Model 1为CEO解职对于控制变量的回归;Model 2增加了主效应,即CEO-董事长兼任、商业风险和所有权集中度(HHI-5);Model 3检验商业风险与所有权集中度(HHI-5)的交互作用。结果中同时报告了对数似然值和近似 R^2 ,由于观察值的数目在变化,因而模型间的比较需谨慎。回归结果显示,商业风险、CEO-董事长兼任、所有权

集中度均与CEO解职率正相关,H₁、H₂和H₃得到支持。CEO-董事长兼任在所有模型中均显著,与其他大部分研究发现CEO-董事长兼任增加CEO的权力进而降低解职率的结论相反^[20]。研究结果证实了本研究的假设,即权力与责任并不等同,CEO-董事长兼任在提升权力的同时,有助于推断在任CEO的责任和能力,因而提高了解职的可能性。商业风险与所有权集中度的交互作用均显著,与CEO的解职负相关,证实了H₄。

为了进一步说明所有权集中度的调节作用,图2描述了在商业风险均值低于和超过一倍的标准差范围内,当所有权集中度取值为25% (低所有权集中度)和75% (高所有权集中度)时,商业风险与CEO解职预测值之间的相互关系。统计结果和图2均说明,面对商业风险,高集中度的所有者将CEO解职视为损失,保留现有CEO框定为收益,因而在CEO解职决策上更加保守,更不愿意解除现任CEO的职务,避免了社会情感财富的进一步恶化,或从经济意义上讲更愿承担风险。

表1 描述统计和相关系数
Table 1 Descriptive Statistics and Correlations

变量	均值	s. d.	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1	0.031	0.001											
2	19.132	0.101	-0.021										
3	9.320	0.048	-0.030	0.121									
4	2.259	0.032	-0.021	-0.014	0.263								
5	0.102	0.013	0.062	-0.107	-0.080	0.027							
6	46.846	0.152	-0.011	0.103	0.072	-0.061	-0.033						
7	2.629	0.043	-0.072	0.122	0.051	0.142	-0.041	0.280					
8	0.117	0.021	0.004	0.021	0.038	0.012	-0.021	0.042	0.041				
9	40.142	2.483	-0.011	0.060	-0.022	-0.101	-0.042	0.017	0.003	-0.021			
10	0.004	0.003	-0.042	0.526	0.087	-0.081	-0.072	0.080	0.130	0.041	0.051		
11	1.087	0.652	-0.013	0.191	0.070	-0.143	-0.061	0.073	-0.030	0.022	0.101	0.243	
12	0.204	0.004	0.032	0.150	0.032	-0.053	-0.114	0.071	0.032	-0.024	0.511	0.122	0.140

注:1为CEO解职,2为公司规模,3为董事会规模,4为外部董事数量,5为CEO-董事长兼任,6为CEO年龄,7为CEO任期,8为CEO持股,9为Z指数,10为ROA,11为商业风险,12为HHI-5。观测量为2455,ROA、商业风险观测值分别为2426、2233,由于商业风险由ROA的分布计算而得,故观测值并不等于2455;为了简洁,省略控制变量中的行业、年份、教育程度和公司控制者;下同。

本研究主要通过考察商业风险和所有权集中度,从所有者角度揭示绩效变化所带来的风险变化在CEO解职决策中的作用,以加深对CEO解职过程的理解。现有研究检验了CEO离职和继任选择,尽管有发人深省的发现,但很少直接检验商业风险和所有权集中度在CEO解职中的影响,结论具有一定的局限性。CEO解职决策作为公司董事会以及高集中度所有权环境下的所有者主动适应环境的重要战略,必然受到所感知的商业风险的影响。全球范围内,高度集中的所有权更为常见,并呈现为家族或政府控股的形式,在本研究所考察的2455家公司内,国有公司占68%,私营公司(主要为家族控股)占27%。

与理想的原子化产权公司相比,这些所有者具

有截然不同的价值观和风险偏好,通常在CEO解职决策中社会情感福利超越了单纯的经济收益,因此其解职决策与单纯的代理模型预测有着显著的区别。在以国有和家族控股为代表的高所有权集中度为特征的公司治理环境下,CEO的权力和董事会的作用受到极大的限制,董事会更大程度上是一种形式上的权力机构,董事的任免受所有者的影响更为明显,因此传统的以CEO与董事会权力角逐为特征的CEO解职的社会政治模型^[1]在此环境下解释力也较弱。要考察此类公司治理环境下的CEO解职决策,必须对所有者的情感特征进行更为深入的了解,高所有权集中度不仅是为了保护投资者经济利益,更是为了保护家族声望以及官僚政治权益。本研究以所有权集中度作为国有和家族控股的社会情感财

表2 分层 logistic 回归分析结果
Table 2 Hierarchical Logistic Regression Results

变量	Model 1	Model 2	Model 3
控制变量			
公司规模	-0.011	0.007	0.003
董事会规模	-0.072	-0.059	-0.059
外部董事数量	0.089	-0.003	0.002
CEO 年龄	-0.003	-0.003	-0.003
CEO 任期	-0.231**	-0.238**	-0.239**
CEO 持股	0.000	0.014	0.009
ROA	-0.598	-0.779	-0.712
Z 指数	0.000	-0.002	-0.002
主效应			
CEO-董事长兼任		0.838**	0.832*
商业风险		0.103 [†]	0.170 [†]
所有权集中度		2.185*	2.148*
交互效应			
商业风险×所有权集中度			-3.281*
对数似然值	-336.283	-309.719	-306.696
近似 R ²	0.052	0.066	0.075
观测值	2414	2233	2233

注:[†]为 $p < 0.100$, *为 $p < 0.050$, **为 $p < 0.010$, ***为 $p < 0.001$, 下同。

表 3 分层 Cox 模型生存分析结果
Table 3 Hierarchical Survival Results—Cox Model

变量	Model 1	Model 2	Model 3
控制变量			
公司规模	0.019	0.050	0.047
董事会独立性	-1.089	-1.153	-1.168
CEO 年龄	-0.053	-0.060**	-0.060**
CEO 教育程度	-0.218	-0.194	-0.202
公司类别	0.035	0.029	-0.032
ROA	-1.924**	-2.238**	-2.026**
Z 指数	0.000	-0.002	-0.002
主效应			
商业风险		0.112 [†]	0.179 [†]
CEO-董事长兼任		0.949**	0.973**
所有权集中度		2.311*	2.416*
交互效应			
商业风险 × 所有权集中度			-3.925**
对数似然值	-514.340	-468.463	-464.027
χ^2	24.282	35.403	44.270
P 值	0.029	0.004	0.000
观测值	2 414	2 233	2 233

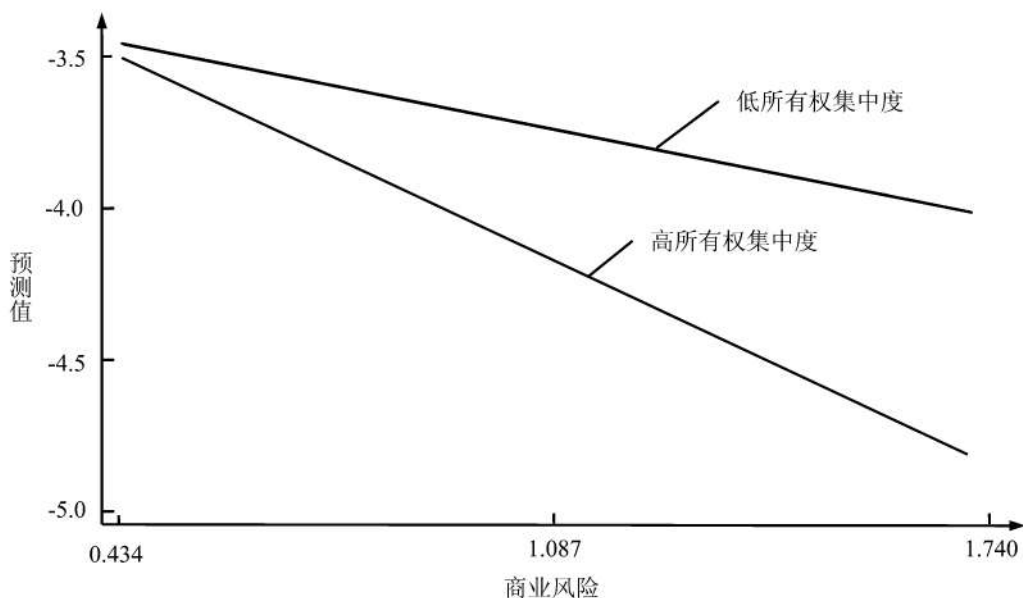


图 2 所有权集中度在商业风险与 CEO 解职关系间的调节作用
Figure 2 Effect of Ownership Concentration
on Relationship between Business Risk and CEO Dismissal

富的体现,并以此作为战略决策参照点来探讨所有者对CEO解职的风险偏好,较好地解释了中国以及类似的发展中国家企业中的CEO解职决策。由于家族企业在全中国范围也具有相当高的普遍性,这一解释框架和相关发现对于西方家族企业中CEO解职决策也具有一定的借鉴意义。

按照前景理论,面对不确定性时,决策者的风险偏好基于情景而定,决策问题被框定为在潜在的损失或是潜在的收益间进行选择。本研究认为这两种类别的框定同时存在,但因所有权集中度的不同而强弱有别。以社会情感财富作为决策参照点,高所有权集中度公司的董事会更多地将维持现任CEO视为潜在收益,而低所有权集中度公司的董事会更大程度上将其视为潜在损失,前者更加规避社会情感财富损失所带来的风险,或在经济上更加偏好风险,因而CEO解职率更低。

与其他研究相反,本研究证实CEO-董事长兼任与CEO解职率正相关,CEO兼任明晰了现任CEO的责任和能力,CEO解职的主要影响力仍然来自高度集中的所有者,因而兼任提高了被解职的可能性。CEO-董事长兼任是一把双刃剑,兼任一方面增强了现任CEO的地位和权力,同时也明确了低绩效和高风险时的责任者。实证结果表明,存在商业风险时判断CEO的责任和能力较为复杂,商业风险的感知必须通过所有者类型来体现。

5 结论

CEO解职是公司最为重要的战略选择之一,许多因素影响这一过程,传统的CEO解职研究以代理理论为基础,并将CEO权力和董事会效率的角逐作为调节机制,但并不能很好地解释中国情境下的CEO解职决策。本研究将商业风险引入到CEO解职研究中,从所有者角度考察CEO解职决策,以企业行为理论作为理论基础,并以社会情感财富作为战略决策参照点来探讨决策中的风险偏好。实证结果表明,商业风险、CEO-董事长兼任、所有权集中度都与CEO解职率正相关,所有权集中度负向调节商业风险对CEO解职率的作用。所有权集中度作为所有者社会情感财富的体现,通过调节作用降低了现任CEO被解职的风险。中国情境下,国有企业和家族企业是最常见的企业形式,政府和家族等所有者通过高度集中的所有权来保护其投资利益。但这种保护与正式的法律制度不同,由于血缘关系、政治利益的介入,导致利他性的亲密关系的产生,社会情感财富超越了单纯的经济收益,因此改变了传统的经济绩效与CEO解职之间的关系。本研究选择社会情感财富作为战略参照点,通过所有者角度建立理论逻辑,较好地解释了中国以及类似环境下CEO解职甚至其他重要的战略决策。

但本研究也存在一定的局限性。类似于其他同类研究,无法直接观察到导致CEO解职的决策者风险偏好^[10,23],也无法准确测量决策参考点的客观数

值,研究中仅仅检验了商业风险与所有权集中度的交互作用,同时以社会情感财富作为决策参照点具有一定的主观随意性;本研究结论来自于高度集中的所有权情景(以中国上市公司为例),是否可拓展到较高分散度的所有权环境,亟待后续研究检验;本研究选择公司的资产收益率作为绩效指标,商业风险的计算也基于此,因而同时也包含了绩效改善的变异,而没有将研究聚焦于低绩效风险。

参考文献:

- [1] Fredrickson J W, Hambrick D C, Baumrin S. A Model of CEO Dismissal [J]. *Academy of Management Review*, 1988, 13(2): 255-270.
- [2] Furtado E P H, Karan V. Causes, Consequences, and Shareholders Wealth Effects of Management Turnover: A Review of the Empirical Evidence [J]. *Financial Management*, 1990, 19(2): 60-75.
- [3] Giambatista R C, Rowe W G, Riaz S. Nothing Succeeds Like Succession: A Critical Review of Leader Succession Literature Since 1994 [J]. *The Leadership Quarterly*, 2005, 16(6): 963-991.
- [4] 安凡所. 董事会行为与效率: 基于CEO更替视角的研究综述 [J]. *经济前沿*, 2009, 12(1): 44-52.
An F S. Behaviors of the Board of Directors and Efficiency: A Review Based on the Perspective of CEO Turnover [J]. *Forward Position in Economics*, 2009, 12(1): 44-52. (in Chinese)
- [5] 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, 326(8): 76-89.
Zhao Z Y, Yang Z S, Bai C E. The Empirical Study of the Effect on the Top Management Turnover in China's Listed Companies [J]. *Journal of Financial Research*, 2007, 326(8): 76-89. (in Chinese)
- [6] Chang E C, Wong S M L. Chief Executive Officer Turnovers and the Performance of China's Listed Enterprises [R]. Hong Kong: Hong Kong Institute of Economics and Business Strategy, 2004.
- [7] 游家兴, 李斌. 信息透明度与公司治理效率——来自中国上市公司总经理变更的经验证据 [J]. *南开管理评论*, 2007, 10(4): 73-79.
You J X, Li B. Information Transparency and the Efficiency of Corporate Governance——Evidence from CEO Turnover in China's Listed Companies [J]. *Nankai Business Review*, 2007, 10(4): 73-79. (in Chinese)
- [8] Gomez-Mejia L R, Nunez-Nickel M, Gutierrez I. The Role of Family Ties in Agency Contracts [J]. *The Academy of Management Journal*, 2001, 44(1): 81-95.
- [9] Gomez-Mejia L R, Haynes K, Nunez-Nickel M, Ja-

- cobson K, Moyano-Fuentes J. Socioemotional Wealth and Business Risks in Family-controlled Firms: Evidence from Spanish Olive Oil Mills [J]. *Administrative Science Quarterly*, 2007, 52(1):106-137.
- [10] Shen W, Cannella Jr A A. Revisiting the Performance Consequences of CEO Succession: The Impacts of Successor Type, Post-succession Senior Executive Turnover and Departing CEO Tenure [J]. *The Academy of Management Journal*, 2002, 45(4):717-733.
- [11] 龚玉池. 企业业绩与高层更换 [J]. *经济研究*, 2001(10):75-82.
Gong Y C. Firm Performance and Top Management Turnover [J]. *Economic Research Journal*, 2001(10):75-82. (in Chinese)
- [12] 张俊生, 曾亚敏. 董事会特征与总经理变更 [J]. *南开管理评论*, 2005, 8(1):16-20.
Zhang J S, Zeng Y M. The Characteristics of Board of Directors and CEO Turnover [J]. *Nankai Business Review*, 2005, 8(1):16-20. (in Chinese)
- [13] 欧阳瑞. 多元化、公司业绩与总经理变更 [J]. *管理科学*, 2010, 23(1):44-51.
Ouyang R. Diversification, Firm Performance and CEO Turnover [J]. *Journal of Management Science*, 2010, 23(1):44-51. (in Chinese)
- [14] 柯江林, 孙健敏, 张必武. 我国上市公司高管团队成员的离职原因——基于人口特征差距的解释及经验研究 [J]. *经济管理*, 2006, 23(1):55-60.
Ke J L, Sun J M, Zhang B W. Reasons of the Turnover of TMT Members in the Chinese Listed Firms: An Explanation and Empirical Study Based on Demographic Difference [J]. *Economic Management Journal*, 2006, 23(1):55-60. (in Chinese)
- [15] 张龙, 刘洪. 高管团队中垂直对人口特征差异对高管离职的影响 [J]. *管理世界*, 2009, 4(1):108-118.
Zhang L, Liu H. Effects of Demographic Difference of Vertical Dyads within TMT for Top Management Turnover [J]. *Management World*, 2009, 4(1):108-118. (in Chinese)
- [16] 周俊. 人口特征异质性对高管离职率的作用研究 [J]. *中大管理研究*, 2008, 3(4):69-83.
Zhou J. A Study of the Impact of Demographic Heterogeneity on Top Management Team's Turnover [J]. *China Management Studies*, 2008, 3(4):69-83. (in Chinese)
- [17] Chi W, Wang Y. Ownership, Performance and Executive Turnover in China [J]. *Journal of Asian Economic Review*, 2009, 20(4):465-478.
- [18] 陈璇, 淳伟德. 大股东对公司高层更换影响的实证分析 [J]. *软科学*, 2006, 20(2):134-139.
Chen X, Chun W D. The Influence of Large Shareholder on CEO Executive: Evidence from China's Listed Companies [J]. *Soft Science*, 2006, 20(2):134-139. (in Chinese)
- [19] La Porta R, Lopez de Silanes F, Shleifer A. Corporate Ownership around the World [J]. *The Journal of Finance*, 1999, 54(2):471-517.
- [20] Finkelstein S, Hambrick D C, Cannella Jr A A. *Strategic Leadership: Theory and Research on Executives, Top Management Teams, and Boards* [M]. USA: Oxford University Press, 2009.
- [21] Kahneman D, Tversky A. Prospect Theory: An Analysis of Decisions under Risk [J]. *Econometrica*, 1979, 47(2):263-292.
- [22] Fiegenbaum A, Thomas H. Attitudes toward Risk and Risk-return Paradox: Prospect Theory Explanations [J]. *The Academy of Management Journal*, 1986, 31(1):85-106.
- [23] Haleblan J, Rajagopalan N. A Cognitive Model of CEO Dismissal: Understanding the Influence of Board Perceptions, Attributions and Efficacy Beliefs [J]. *Journal of Management Studies*, 2006, 43(5):1009-1026.
- [24] Mintzberg H. *Power in and around Organizations* [M]. Prentice-Hall NJ: Englewood Cliffs, 1983.
- [25] Fiegenbaum A, Hart S, Schendel D. Strategic Reference Point Theory [J]. *Strategic Management Journal*, 1996, 17(3):219-235.
- [26] Ruefli T W, Collins J M, Lacugna J R. Risk Measures in Strategic Management Research: Auld Lang Syne? [J]. *Strategic Management Journal*, 1999, 20(2):167-194.
- [27] Mishina Y, Block E S, Dykes B J, Pollock T G. Why "Good" Firms Do Bad Things: The Effects of High Aspirations, High Expectations and Prominence on the Incidence of Corporate Illegality [J]. *The Academy of Management Journal*, 2010, 53(4):701-722.
- [28] Boeker W, Karichalil R. Entrepreneurial Transitions: Factors Influencing Founder Departure [J]. *The Academy of Management Journal*, 2002, 45(4):818-826.
- [29] Bushman R, Dai Z, Wang X. Risk and CEO Turnover [J]. *Journal of Financial Economics*, 2010, 96(3):381-398.
- [30] Finkelstein S, D'Avani R A. CEO Duality as a Double-edged Sword: How Boards of Directors Balance Entrenchment Avoidance and Unity of Command [J]. *The Academy of Management Journal*, 1994, 37(5):1079-1108.
- [31] Schulze W S, Lubatkin M H, Dino R N. Toward a Theory of Agency and Altruism in Family Firms [J]. *Journal of Business Venturing*, 2003, 18(4):473-490.

- [32] Shleifer A, Vishny R W. A Survey of Corporate Governance [J]. *The Journal of Finance*, 1997, 52(2): 737-783.
- [33] Shleifer A. State versus Private Ownership [J]. *The Journal of Economic Perspectives*, 1998, 12(4): 133-150.
- [34] Athanassiou N, Crittenden W F, Kelly L M, Marquez P. Founder Centrality Effects on the Mexican Family Firm's Top Management Group: Firm Culture, Strategic Vision and Goals, and Firm Performance [J]. *Journal of World Business*, 2002, 37(2): 139-150.
- [35] Pi L, Lowe J. Can a Powerful CEO Avoid Involuntary Replacement? An Empirical Study from China [J]. *Asia Pacific Journal of Management*, 2010, 27(5): 821-832.
- [36] Cohen J, Cohen P, Aiken L S, West S G. *Applied Multiple Regression/Correlation Analysis for the Behavioral Sciences* [M]. Hillsdale NJ: Lawrence Erlbaum Associates, 2003.

Business Risk, Ownership Concentration, and CEO Dismissal

WANG Jin-ai¹, YU Ming²

1 National School of Development, Peking University, Beijing 100871, China

2 Guanghua School of Management, Peking University, Beijing 100871, China

Abstract: CEO dismissal is one of the most important strategic choices of a company, and many factors influence this decision process. To further examine CEO dismissal in the Chinese context, this study selects CEO turnover lists from China Listed Firm's Corporate Governance Research Database of GTA Information Technology Company, and supplements data from Sinofin Financial Information Service of the China Center for Economic Research (CCER). After deletes CEOs with incomplete information and normal retirement, 2455 CEOs are selected from 1997 to 2008, in which there are 89 events of CEO dismissal. More robust results are proved based on logistic regression and survival analysis of Cox model. Empirical results reveal that business risk, CEO-chairman duality, ownership concentration are positively related to CEO dismissal, and ownership concentration negatively moderates the relationship between business risk and CEO dismissal. As an embodiment of socioemotional wealth, ownership concentration lowers the dismissal probability of the incumbent CEOs by its moderate effects.

Keywords: CEO dismissal; strategic reference point; business risk; ownership concentration

Received Date: April 3rd, 2010 **Accepted Date:** August 20th, 2010

Biography: WANG Jin-ai, a Gansu Gangu native (1974-), is a Ph. D. candidate in the National School of Development at Peking University. His research interests include strategic management, TMT theory, strategic leadership, etc. E-mail: wja676@gmail.com □