

权变视角下董事会领导结构与公司绩效

——基于中国上市公司两职分离模式的视角

郝洁¹, 郝云宏², 汪茜³

(1. 浙江工商大学 财务与会计学院 浙江 杭州 310018; 2. 浙江工商大学 工商管理学院, 浙江 杭州 310018; 3. 西安财经学院 陕西现代企业管理研究中心, 陕西 西安 710100)

摘要: 文章以2008-2014年的中国A股上市公司为样本, 验证了不同业绩水平下CEO与董事长领导结构与公司绩效的关系。研究发现:(1)对于两职合一的公司, 当公司当前绩效较差时, 实施两职分离对公司未来绩效产生显著的正向影响;(2)对于两职合一的公司, 当公司当前绩效较差时, 实施两职分离对公司未来绩效产生显著的正向影响, 且实施离职分离对公司未来绩效产生显著的正向影响, 而学徒分离、降级分离对公司未来绩效的影响并不显著;(3)对于两职分离的公司, 当公司当前绩效良好时, 实施两职合一对公司未来绩效产生显著的正向影响;(4)在国有企业中, 公司的当前绩效与两职合一不存在显著的相关关系;(5)在绝对控股结构下, 公司的当前绩效与高管变更显著负相关, 公司的当前绩效与结构变更不存在显著的相关关系。文章对于进一步完善公司董事会领导结构提供了直接的经验证据。

关键词: 权变视角; 董事会领导结构; 两职分离; 两职合一

中图分类号: F270 **文献标志码:** A **文章编号:** 1000-2154(2017)02-0033-10

DOI: 10.14134/j.cnki.cn33-1336/f.2017.02.004

Structure of the Board of Directors and Firm Performance from the Contingency Perspective: Empirical Study on the Separation Pattern of the Chinese Listed Companies

HAO Jie¹, HAO Yun-hong², WANG Qian³

(1. School of Accounting, Zhejiang Gongshang University, Hangzhou 310018, China; 2. School of Business Administration, Zhejiang Gongshang University, Hangzhou 310018, China; 3. Modern Enterprise Management Research Center of Shanxi, Xi'an University of Finance and Economics, Xi'an 710100, China)

Abstract: Based on the research sample of the A-stock listed companies during 2008-2014 in China, this paper testifies the relationship between the leadership structure of the CEO and the chairman and the corporate performance. The result shows that (1) for the two-in-one duty companies, when the current firm performance is poor, the implementation of two duties after separation produced significant positive effect on firm performance, and the implementation of turnover separation produced significantly negative influence on firm performance. (2) When the current firm performance is poor, the implementation of two-duty separation produced

收稿日期: 2016-09-19

基金项目: 浙江省社会科学规划项目“合规治理、家族控制、长远战略:代际传承背景下浙江家族企业董事会治理有效性问题研究”(15JDZS01Z); 浙江省自然科学基金项目“基于制度合法性与行为有效性相结合的上市公司董事会治理有效性研究以及浙江实证”(Y16G020007); 浙江省高校人文社会科学重点研究基地(浙江工商大学工商管理学科)项目“股权相对集中下第二大股东的制衡机理研究:动因、路径及制衡效果”(JYTgs20151105)

作者简介: 郝洁,女,博士研究生,主要从事组织行为研究;郝云宏,男,教授,博士,主要从事公司治理与战略管理研究;汪茜,女,讲师,博士,主要从事公司治理与战略管理研究。

positive impact on firm performance, and the implementation of turnover separation produced significant positive impact on firm performance. Yet apprentice separation or demotion separation impact on performance is not significant. (3) For the two-duty separated companies, when the current firm performance is good, the implementation of two duties together produced positive effect on firm performance. (4) In the state-owned enterprises, the company's current performance is not significantly related to the leadership structure of CEO duality. (5) Under the single largest shareholder structure, the company's current performance is negatively related to the executive changes significantly, but there is no significant relationship between the company's current performance and the leader structure change. The paper provides direct empirical evidence for further improving the structure of the board of directors of the listed companies.

Key words: contingency perspective; the structure of the board of directors; two-duty separation; CEO duality

一、问题提出

董事会领导结构与公司绩效的关系问题一直备受研究的关注,且研究主要基于代理视角与统一指挥视角展开。代理观点支持两职分离,并认为 CEO 兼任董事长不利于提升公司绩效^[1-2]。统一指挥观点则持相反观点^[3-4]。目前有关两职分离与否对公司绩效的影响,至今没有得出一致结论。其主要原因是研究多假定在静态视角下考察董事会两职设置情况与公司绩效的关系。

现有研究主要关注董事会两职分离与否对公司绩效的影响,基于中国资本市场讨论上市公司 CEO 与董事长何时分离的研究较少。另外,根据国外相关文献可知,以 CEO 变更事件为突破口,由两职合一的结构过渡到两职分离的结构,有三种分离模式,分别为学徒分离、离职分离、降级分离。因此,本研究结合中国特殊国情,主要关注以下问题:对于 CEO 与董事长两职合一的公司,当公司当前业绩不好时是否需要实施两职分离模式?若采取两职分离模式,在学徒分离、离职分离、降级分离中,应该选择何种分离模式最合适?

本研究结果表明:对于两职合一的公司,当公司当前业绩良好时,两职合一的领导结构标志着公司治理效率良好;但当公司当前业绩不好时,采取两职分离的领导结构将构成解决公司绩效问题的有效办法,且实施离职分离对公司未来绩效产生显著的正向影响,而学徒分离、降级分离对公司未来绩效的影响并不显著。这与以往的研究结果明显不同。

二、文献综述与假设

(一) 理论分析与研究假设

1. 公司的当前绩效情况对两职分离(由两职合一到两职分离)与公司未来绩效关系的影响

以往学术界认为 CEO 与董事长两职设置与公司绩效之间没有统一关系,是因为研究被置于特定情境中^{[5]805-807}。代理观点认为,管理者和股东之间的利益冲突将导致管理者采取破坏股东价值的行动方式。统一指挥观点则认为,若 CEO 能有效地引导组织,则有必要使权力集中。然而,不同的业绩状态可能对应着股东和董事会不同程度的监督激励,从而所对应的领导结构也有分别^{[6]11}。两职合一使得公司业绩的好坏与 CEO 自身的能力、努力程度具有更强联系,为了确保公司更加适应快速变化的环境,董事会的最主要职责之一便是更换业绩表现不好的 CEO。采取两职分离则在一定程度上强化了董事长的独立性从而更好地监督 CEO。因此,董事会是否应该将两职合一过渡到两职分离的领导结构,可以归结为:两职合一是否能产生优越的绩效^[7-8]。

两职合一的领导结构通过规定明确的权力和责任,为公司提供了一个领导核心,有助于避免混淆高管中谁是老板的问题,从而促进有效的决策^[9]。而两职分离的领导结构建立了双重权威关系,会造成高管之间的角色冲突。若一个公司当前较好的业绩表明统一指挥有益于组织,那么此情境下的两职分离将会导致相反结果。

然而,若公司的治理系统遭受破坏,就有必要实施一些补救方案。曾经有些业绩不佳的国际大公司(如通用公司)由于采取两职合一的领导结构而受到谴责。基于代理理论,当两职合一公司的当前业绩较差时,表明统一指挥的领导结构未能产生倡导者所承诺的优越的价值回报,实施两职分离将迫使其改变方向,并在一定程度上逆转业绩不佳^{[5]808}。本研究不再假定公司的绩效问题是应该存在还是应该不存在,而是仅仅建议当公司当前的绩效问题存在时,实施 CEO 与董事长两职分离会构成一种有效的监督方式。据此,本研究提出假设1:

H1:对于两职合一的公司,当公司的当前绩效良好时,实施两职分离对公司未来绩效产生负向影响;当公司的当前绩效较差时,实施两职分离对公司未来绩效产生正向影响。

2. 公司的当前绩效情况对两职分离模式与公司未来绩效关系的影响

现在要追问的是:董事会应如何分离领导角色。当 CEO 与董事长分离合理时,将对公司产生最大的好处;当分离不合理时,将对公司造成最大的损害。关于董事会领导结构的划分,有不同的划分方法。在诸多相关论述中,本研究确定公司从两职合一的领导结构过渡到两职分离的领导结构时,以 CEO 变更事件为突破口,有三种具体的分离模式。

第一种是学徒分离,即公司由两职合一的领导结构过渡到两职分离的领导结构:前任 CEO 担任董事长,另一个新人担任 CEO^{[10-11][5]809}。董事长由原来的 CEO 升任时,能够较好地保持领导的连续性。虽然学徒分离保持了领导的连续性,但是前任 CEO 转任董事长并不符合公司的最佳利益。首先,现任 CEO 对前任 CEO 的感情太敏感,并害怕得罪前任 CEO;另外,前任 CEO 升任董事长将可能限制新任 CEO 进行战略性变革^{[5]809}。若两职合一的公司当前绩效较好时,采取学徒分离对公司未来绩效将产生更少的负面影响,因为学徒分离的价值主要体现在领导的持续性而不是独立性,这种分离通常构成一种“指挥棒交接”的继任程序,它不是一个强烈的治理变化^{[12][5]809-810}。相反,若公司的当前绩效较差,学徒分离将不是很有效的解决办法。

第二种是离职分离,即公司由两职合一的领导结构过渡到两职分离的领导结构:两职兼任的主体辞去职位,一个新人担任 CEO,另一个新人担任董事长^{[5]809}。此种分离模式说明股东和董事会会有更强的压力解雇 CEO 与董事长,任命新的 CEO 与新的董事长能带来新机遇,有望扭转对现状的不满。离职分离本质上不同于学徒分离,因为学徒分离可能会缓解一个从两职合一到两职分离结构的过渡,但与学徒分离的场景一样,这种分离也可以应用于一个渐进的继承机制,即新任 CEO 不被信任,直到他们证明自己有值得被信任。离职分离会使公司产生不确定性变化。因为离职分离不包含固有的领导连续性,此种治理变更有利于公司发展还是阻碍公司发展取决于独立的董事长。因此,当两职合一的公司当前绩效不好时,实施离职分离会对公司未来绩效产生积极、消极或中性的影响。

第三种是降级分离,即公司由两职合一的领导结构过渡到两职分离的领导结构:前任 CEO 仍担任 CEO,另一个新人担任董事长^{[5]809}。降级分离通过维持前任 CEO 在管理上的角色,但是免除 CEO 的董事长头衔,说明董事会将传达一个明显的信息:事情需要改变,新的董事长将会监督这种变化。降级分离是一种纯粹的治理,CEO 必然失去之前得心应手的权威,意味着战略性改变的最大潜力。

综上所述,当两职合一的公司当前绩效良好时,进行降级分离后,保持 CEO 在管理上的职位将很危险,可能对公司未来绩效产生很大的负面影响;学徒分离本身变化较小,因此对公司未来绩效下降产生较小的影响;离职分离会产生一定变化,但这种变化可能是积极地、消极地或中性地。相反,若公司的当前绩效较差,降级分离将是比较有效的解决办法,因为在公司的战略性方向上,降级分离强化了真正的独立监督,将会更有效地逆转公司绩效。据此,本研究提出假设2:

H2:对于两职合一的公司,当公司当前绩效良好时,降级分离相比于学徒分离或离职分离更可能对公司未来绩效产生负向影响;当公司当前绩效较差时,降级分离相比于学徒分离或离职分离更可能对公司未来绩效产生正向影响。

3. “董事会领导结构”假说的拓展性研究

(1) 在公司当前绩效的影响下,两职合一(由两职分离到两职合一)与公司未来绩效的关系

董事会的领导权结构是一个战略选择,依赖于情境的变化,公司分离后的领导角色可能再次结合^[13]。众多学者已经讨论过对于两职合一的公司,当公司的当前绩效不好时,实施两职分离是解决问题的有效方法。那么,对于两职分离的公司,当公司的当前绩效不好时,是否应该采取两职的再合一呢?分离转向合一后企业价值的变动的情况同样值得探究^[14]。

对于两职分离的公司,当公司的当前绩效不好时,公司实施合一的领导结构的可能性较小。首先,合一的领导结构包括三种情况:一是驱逐 CEO 和赋予新的董事长额外的 CEO 头衔;二是驱逐董事长和赋予新的 CEO 额外的董事长头衔;三是驱逐 CEO 和董事长,委派一名新人担任两职。当公司的当前绩效不好时,实施这三种情况的任何一种合一结构,都可能给公司带来损害。具体来说:若公司驱逐 CEO 和赋予新的董事长额外的 CEO 头衔,董事长可能不具有前任 CEO 的知识专用性,或缺乏分离前所具有的公司特有经验^[15];若公司驱逐董事长和赋予新的 CEO 额外的董事长头衔,CEO 由于缺乏监督,可能运用较大的权力趁公司经营业绩不佳时谋求私利;若公司驱逐 CEO 和董事长,委派一名新人担任两职,新上任的人员担任两职将不是明智的选择,因为他可能既缺乏前任 CEO 的知识专用性,又缺乏对公司的情感归属,在公司业绩不好时,可能要花费很长的时间扭转业绩不佳的境况。因此,以上问题可以归结为:对于两职分离的公司,当公司的当前绩效不好时,不要轻易实施两职合一的领导结构。

但是,若两职分离公司的当前绩效较好,可以适时地采取两职合一结构。从成本的角度看,两职合一可以避免在信息沟通、传递过程中产生的高额信息成本。此外,高管与公司其他股东的利益基本保持一致,可以避免过高的代理成本。有时候两职分离的成本反而要高于收益^[16]。从激励的角度看,在中国情境下,更多的两职合一倾向于通过学徒式分离实现 CEO 兼任董事长接力棒的平稳传递^[17],从而在其统一指挥的领导下使公司受益。当两职分离后的公司绩效表现良好时,一定程度上说明公司的经营步入稳定阶段,公司有理由赋予 CEO 兼任董事长的职权以示激励。据此,本研究提出假设3a:

H3a: 对于两职分离的公司,当公司的当前绩效良好时,实施两职合一对公司未来绩效产生正向影响;当公司的当前绩效较差时,实施两职合一对公司未来绩效产生负向影响。

(2) 在股权性质的影响下,公司的当前绩效与两职合一(由两职分离到两职合一)的关系

对于两职分离的公司,当公司的当前绩效较差时,国有企业是否会采取两职的再合一呢?一直以来,公众就在质疑国有企业的董事会高管是否具备合格的素质。针对国有企业高管的机会主义行为,相关学者认为国有企业的 CEO 与董事长两职应该分离,董事长和 CEO 两个职能必须要划分清楚。早在1998年“三分开政策”及2001年证监会发布的《上市公司治理原则》就规定:上市公司董事长与总经理原则上不应由同一人担任。这说明中国公司治理改革的政策形成了 CEO 与董事长两职分离的改革导向^[10]。另外,《中国公司治理与发展报告2014》的相关数据表明,截至2013年年底,中国上市公司董事长与 CEO 两职分离的比率稳定到75%以上。随着市场化竞争的增强,经营业绩已逐渐成为决定高管去留的重要因素^[18]。设计良好的业绩型高管变更机制是实现公司财富最大化的重要机制^[19]。但是,国有企业的董事会高管不仅要承担经济目标,还要承担各种社会化目标,当公司的当前绩效不好时,国有企业不会轻易基于业绩表现将原本两职分离的结构调整成两职合一的结构。另外,两职分离的董事会领导结构虽然不能完全避免代理人的偷懒或机会主义行为,但是至少可以防止两职合一情况下高管的过高权力,减少代理成本。而非国有企业为了追求最大化经济利益目标,在企业业绩不好时,更倾向于基于业绩表现采取相应的领导结构调整。因此,本研究预期国有上市公司相比于非国有上市公司,在公司当前绩效较差时,国有企业不会轻易将两职分离的领导结构调整成两职合一的领导结构。据此,本研究提出假设3b:

H3b:在国有上市公司中,公司的当前绩效与两职合一不相关。

(3)在股权结构的影响下,公司的当前绩效与董事会领导角色调整的关系

公司的绩效变动往往被看作高管经营问题的“晴雨表”。众多研究认为,公司的当前绩效较差时,在一定程度上说明高管的经营存在问题,基于业绩表现及时调整董事会领导角色(如更换一个高管的职位,或是既更换高管的职位又更换领导结构)是一种必要的应对措施。作为公司的代理机构,董事会领导角色的调整必然会受到股权结构的影响。

对于两职合一的公司,当公司的当前业绩不好时,尽管治理专家提倡分离董事会的领导结构将是最佳的实践选择,但是具有绝对控股地位的控股股东迫于市场压力及其他中小股东的联合要求,可能更倾向于重新选择一个根据自身意愿委任的代理人(只换人不换结构),而不是实施两职分离结构。因为原先两职合一的CEO很可能就是控股股东的委任代表,两职合一的结构强化了CEO的权力,进而强化了控股股东的控制权,若实施两职分离的领导结构,可能意味着控股股东需要委任两个代理人,无形中会增加代理成本。对于两职分离的公司,当公司的当前业绩不好时,具有绝对控股地位的控股股东更会倾向于选择更换CEO或更换董事长,即针对公司业绩不佳的事实作出略微调整。由两职合一到两职分离意味着弱化了高管权力强化了对高管的独立监督,由两职分离到两职合一意味着弱化了高管的独立监督而强化了高管权力。这两种情况中的任何一种战略性变革都伴随着相应的风险,作为“一股独大”的控股股东,在保证自身利益的前提下为了减少风险,会倾向于对公司作出最小的变革,即换人不换结构。

但是,在非绝对控股的公司特别是存在多个大股东的公司中,董事会的组成取决于大股东之间的利益较量^[20],其他大股东的存在能起到股权制衡的作用,从而减少控股股东通过操纵“董事会”掏空公司的行为。因此,本研究预期控股股东持股比例较高的上市公司相比于控股股东持股比例较低的上市公司,当公司的当前绩效较差时,控股股东倾向于更换高管,而不是更换领导结构。据此,本研究提出假设3c:

H3c:控股股东处于绝对控制地位下,公司的当前绩效与董事会高管变更负相关,公司的当前绩效与董事会领导结构变更不相关。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本研究选用2009-2013年我国深沪两市A股上市公司作为研究样本,由于在样本选取和模型估计中需要使用提前一期和滞后一期的数据,实际上用到了2008-2014年的公司样本。研究中的公司治理数据、财务数据主要来源于国泰安CSMAR数据库、CCER数据库,其中CEO^①离、降级分离、离职分离的判断主要是根据国泰安CSMAR中国上市公司治理结构数据库中CEO与董事长的姓名前后两年对比来逐一判断。另外CEO与董事长的年龄、任期等信息是通过逐条搜索手工收集。为确保数据的准确性,随机抽取10%的上市公司年报对数据进行核对与印证。在获得初始样本后,为了减少研究误差,本研究对原始样本进行了如下筛选:(1)剔除样本区间被ST或PT的公司;(2)剔除公司治理数据和财务缺失的样本;(3)剔除金融类的上市公司。通过上述标准选择,最终得到1010家2009-2013年的面板数据,并运用Stata10.0对数据进行分析。

(二) 变量设计

具体研究变量见表1。

^①引入CEO的概念较晚,仍然有不少公司没有明确设立CEO这一岗位。参考数据库中岗位作用的信息,本研究将未设立CEO岗位的上市公司中的“总裁”或“总经理”职位当作CEO岗位。

表1 研究变量一览表

变量类型	变量符号	变量名	度量方法
被解释变量	ROE	净资产收益率	净利润/股东权益
	Gaoguanchange	高管变更	仅仅变更 CEO 或董事长,但不涉及结构变更,符合情况为1,否则为0
	Jiegouchange	结构变更	由两职合一到两职分离或是两职分离到两职合一,符合情况为1,否则为0
解释变量	Seperation	CEO 与董事长分离	当公司 CEO 与董事长两职合一的领导结构变为下一年两职分离的领导结构时,取值为1,否则为0
	Apprentice	学徒分离	在两职分离状态,当前任 CEO 担任董事长,另一个新人担任 CEO 时,取值为1,否则为0
	Departure	离职分离	在两职分离状态,当两个不同的新人分别担任 CEO、董事长时,取值为1,否则为0
	Demotion	降级分离	在两职分离状态,当前任 CEO 仍然担任 CEO,另一个新人担任董事长时,取值为1,否则为0
	Combination	CEO 与董事长合一	当公司 CEO 与董事长两职分离的领导结构变为下一年两职合一的领导结构时,取值为1,否则为0
控制变量	Idr	董事独立性	独立董事占董事总人数比例
	Size	公司规模	上市公司总资产的自然对数
	CEO change	CEO 变更	相比于前一年,当 CEO 变更时,取值为1,否则为0
	CEO age	CEO 年龄	CEO 在同一个公司任职时的年龄
	CEO tenure	CEO 任期	CEO 在同一个公司的任职期限
	CEO ownership	CEO 所有权	CEO 持股与总股数的比例
	Iperformance	行业绩效	各行绩效的平均数
	Year	年度虚拟变量	哑变量,1表示隶属于该年的研究样本,0表示其它

(三) 模型设定

为了检验假设1,本研究将待检验的回归模型设定如下:

$$Performance_{i,t+1} = \alpha_{10} + \alpha_{11}Seperation_{i,t} + \alpha_{12}Seperation_{i,t} * Performance_{i,t} + \alpha_{13}Constant_{i,t} + \varepsilon \quad (1)$$

其中, $Performance_{i,t+1}$ 是被解释变量,表示公司下一年绩效指标,本研究采用资产收益率 ROA 和净资产收益率 ROE 两个财务指标进行衡量。 $Seperation_{i,t}$ 代表 CEO 与董事长两职分离。 $Seperation_{i,t} * Performance_{i,t}$ 代表两职分离与公司当前绩效的交叉项。其中 $t \in [2009, 2013]$ 。在模型(1)中, $Constant_{i,t}$ 代表多个控制变量。此外,本研究还设定了年度虚拟变量(Year)来控制年度虚拟变化趋势对公司绩效的可能影响。为了检验假设2,本研究将待检验的回归模型设定如下:

$$Performance_{i,t+1} = \alpha_{20} + \alpha_{21}Apprentice_{i,t} + \alpha_{22}Departure_{i,t} + \alpha_{23}Demotion_{i,t} + \alpha_{24}Apprentice_{i,t} * Performance_{i,t} + \alpha_{25}Departure_{i,t} * Performance_{i,t} + \alpha_{26}Demotion_{i,t} * Performance_{i,t} + \alpha_{27}Constant_{i,t} + \varepsilon \quad (2)$$

其中, $Performance_{i,t+1}$ 是被解释变量,表示公司下一年绩效指标,采用 ROA 和 ROE 进行衡量。 $Apprentice_{i,t}$ 代表学徒分离; $Departure_{i,t}$ 代表离职分离; $Demotion_{i,t}$ 代表降级分离; $Apprentice_{i,t} * Performance_{i,t}$ 代表学徒分离与公司当前绩效的交叉项; $Departure_{i,t} * Performance_{i,t}$ 代表离职分离与公司当前绩效的交叉项; $Demotion_{i,t} * Performance_{i,t}$ 代表降级分离与公司当前绩效的交叉项。其中 $t \in [2009, 2013]$ 。在模型(2)中, $Constant_{i,t}$ 代表多个控制变量,同上。为了检验假设3,本研究将待检验的回归模型设定如下:

$$Performance_{it+1} = \alpha30 + \alpha31Combination_{it} + \alpha32Combination_{it} * Performance_{it} + \alpha33Constant_{it} + \varepsilon$$

其中, $Performance_{it+1}$ 是被解释变量, 表示公司下一年绩效指标, 本研究采用资产收益率 ROA 和净资产收益率 ROE 两个财务指标进行衡量。 $Combination_{it}$ 代表 CEO 与董事长两职合一。 $Combination_{it} * Performance_{it}$ 代表两职合一与公司当前绩效的交叉项。其中 $t \in [2009, 2013]$ 。在模型(32)中, $Constant_{it}$ 代表多个控制变量, 同上。

本研究中假设3a、假设3b、假设3c 的模型略。

四、实证研究结果与分析

(一) 描述性统计与相关性分析

由于2008年的董事会领导结构数据决定2009年的两职设置情况, 2013年的董事会领导结构的数据决定2014年的两职设置情况。所以本研究选用2008-2014年的五年的面板数据对1010家样本公司2009-2013年五年的面板数据进行检验, 模型主要变量的描述性统计和相关系数矩阵见表2。本研究结果表明, Roa 与 $Futureroa$, Roe 与 $Futureroe$ 、 $Apprentice$ 与 $Separation$ 的相关系数都大于0.5, 但是通过方差膨胀因子检测, 发现 VIF 值都在0-10之间, 各变量之间不存在严重的多重共线性问题。

表2 描述性统计和相关系数(2009-2013年)

变量	标准差	均值	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Futureroe	0.36	0.06	1.00													
Roe	0.33	0.07	0.18	1.00												
Iroe	0.01	0.07	0.05	0.10	1.00											
Rid	0.05	0.37	-0.01	-0.002	0.04	1.00										
Ceotenure	2.19	3.79	0.001	0.01	-0.01	0.01	1.00									
Ceoage	6.09	48.26	0.01	0.01	0.01	-0.03	0.20	1.00								
Ceoownership	4.74	0.92	0.01	0.02	-0.06	0.01	0.01	-0.005	1.00							
Size	1.16	21.98	0.02	0.12	0.07	0.06	0.004	0.07	-0.14	1.00						
Ceochange	0.38	0.17	-0.01	-0.06	0.00	0.002	-0.15	-0.02	-0.05	-0.01	1.00					
Separation	0.16	0.03	-0.01	-0.08	-0.05	-0.02	-0.03	-0.004	0.02	-0.05	0.29	1.00				
Apprentice	0.13	0.02	0.00	-0.02	-0.05	-0.02	-0.03	-0.01	0.01	-0.03	0.29	0.81	1.00			
Departure	0.06	0.004	-0.01	-0.16	-0.01	-0.003	-0.02	0.01	0.02	-0.04	0.12	0.34	-0.01	1.00		
Demotion	0.06	0.003	0.00	0.00	-0.02	0.02	-0.02	-0.03	0.01	-0.02	0.02	0.35	0.03	-0.003	1.00	
combination	0.17	0.03	-0.02	-0.03	-0.05	0.03	0.001	-0.03	-0.02	-0.03	0.13	-0.02	-0.02	-0.01	-0.01	1.00

(二) 回归分析及结果

为了验证假设1, 本研究首先对面板数据进行随机效应与固定效应检验, 认为固定效应更为合适。另外除了前面提到的控制变量, 在下面的回归中还加入了 CEO 变更与公司绩效的交互项, 以保证任何一种分离的作用都归结于分离与公司绩效之间的交互作用, 而不是由于单独的 CEO 变更引起的(作为稳健性检验, 本研究既分析了模型中包含 CEO 变更的效应, 又分析了完全去除 CEO 变更时的效应)。表3分析了两职分离与公司绩效的回归结果。通过结合交互效应的判断, 研究检验模型3的研究结果强烈地验证了假设1。

为了验证假设2, 通过 Hausman 检验, 同样运用固定效应模型, 将分离变量具体分为三种: 学徒分离、离职分离、降级分离。回归结果见表4。

表3 两职分离与公司绩效的检验结果(2009-2013年)

Variables	Futureroe		
	(1)	(2)	(3)
Roe	0.665 *** (0.0488)	0.665 *** (0.0488)	0.669 *** (0.0487)
Iroe	0.759 ** (0.3810)	0.757 ** (0.3820)	0.729 * (0.3820)
Rid	-0.0046 (0.1030)	-0.0046 (0.1030)	-0.0004 (0.1030)
Ceo tenure	0.0025 (0.0028)	0.0025 (0.0028)	0.0026 (0.0028)
Ceo age	0.0007 (0.0009)	0.0007 (0.0009)	0.0007 (0.0009)
Ceo ownership	0.0003 (0.0012)	0.0003 (0.0012)	0.0003 (0.0012)
Size	-0.00153 (0.0049)	-0.00154 (0.0049)	-0.0022 (0.0049)
Ceo change	0.0434 *** (0.0160)	0.0441 *** (0.0168)	0.0256 (0.0176)
Ceo change *roe	-0.588 *** (0.0727)	-0.588 *** (0.0729)	-0.284 ** (0.1140)
Spearation		-0.00592 (0.0389)	0.0113 (0.0392)
Separation *roe			-0.420 *** (0.1220)
Constant	-0.0194 (0.1200)	-0.019 (0.1200)	-0.0029 (0.1200)
Year	Yes	Yes	Yes
Observations	4,678	4,677	4,677
R-squared	0.019	0.0516	0.0540

注: *** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.1, Standard errors in parentheses.

由表4可知,检验中模型3的研究结果表明,离职分离与绩效的交互作用对公司下一年绩效的负向作用非常显著,学徒分离与绩效的交互作用、降级分离与绩效的交互作用均与公司下一年绩效不存在显著性关系。本研究假设2部分被验证。

另外,通过实证检验表明,本研究假设3a、假设3b和假设3c都被验证。限于篇幅,假设3a、假设3b和假设3c的实证检验表在此省略。

对于假设2的验证结果,首先可以考虑中国特殊的社会文化特征。中国根深蒂固的关系文化对董事会的决策行为具有不可忽视的影响力。中国公司“一股独大”较为普遍,董事会中的其他成员的收益更多来自于关系收益而非投资收益,因此更倾向于附和董事长的决策^[21]。若CEO与董事长意图相左,而其他董

表4 两职分离模式与公司绩效的检验结果(2009-2013年)

Variables	Futureroe		
	(1)	(2)	(3)
Roe	0.665 *** (0.0488)	0.666 *** (0.0488)	0.669 *** (0.0488)
Iroe	0.759 ** (0.3810)	0.759 ** (0.3820)	0.734 * (0.3810)
Rid	-0.0046 (0.1030)	-0.0042 (0.1030)	7.39E - 05 (0.1030)
Ceo tenure	0.00254 (0.0028)	0.00253 (0.0028)	0.00253 (0.0028)
Ceo age	0.000722 (0.0009)	0.00072 (0.0009)	0.000693 (0.0009)
Ceo ownership	0.000308 (0.0012)	0.000313 (0.0012)	0.000295 (0.0012)
Size	-0.00153 (0.0049)	-0.00154 (0.0049)	-0.00234 (0.0049)
Ceo change	0.0434 *** (0.0160)	0.0435 *** (0.0169)	0.0244 (0.0177)
Ceo change *roe	-0.588 *** (0.0727)	-0.589 *** (0.0738)	-0.282 ** (0.1140)
Apprentice		0.0023 (0.0468)	0.0159 (0.0510)
Departure		-0.0114 (0.0963)	-0.0377 (0.0965)
Demotion		-0.0179 (0.0961)	-0.0664 (0.1560)
Apprentice *roe			-0.218 (0.3650)
Departure *roe			-0.441 *** (0.1240)
Demotion *roe			0.621 (1.7260)
Constant	-0.0194 (0.1200)	-0.0192 (0.1200)	-0.000862 (0.1200)
Year	Yes	Yes	Yes
Observations	4,678	4,677	4,677
R-squared	0.0516	0.0516	0.0542

注: *** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.1, Standard errors in parentheses.

事又都附和董事长,那么 CEO 将可能为此付出较大的关系成本。在学徒分离中,前任 CEO 担任董事长会抑制现任 CEO 发起变革的能力,因为现任 CEO 害怕得罪他们的前辈,因此,现任 CEO 将在很大程度上附和董事长。在降级分离模式中,前任 CEO 仍担任 CEO,但不再同时担任董事长,新的董事长将会监督 CEO。实施这样的结构可能导致高效能的 CEO 减少对公司的归属感。但 CEO 为了保住现有职位和既得利益,将会谨慎地固守董事长提出的战略决策,即在形式上也附和董事长。一般情况下,当公司决定分离领导角色时,通常只辞去其中一个职位,而不是同时辞掉 CEO 与董事长两个职位。但若实施离职分离(即同时辞掉两个职位),将更加有利于公司发展。因为在公司绩效不好时,董事会将会更加谨慎,引入新的董事长与新的 CEO 可能带来新的机遇;也能避免“一言堂”的现象发生,从而充分发挥权力制衡作用;另外由于新任董事长与新任 CEO 在公司初任时期,其在公司的影响力都较弱,此阶段最重要的目标就是积淀人力资本投资、稳固工作地位,因此暂时不存在 CEO 附和董事长的现象。在中国社会文化特征的影响下,总体上可以比较三种分离模式中,离职分离发生的“CEO 附和董事长”的可能性最小,降级分离与学徒分离很可能产生“CEO 附和董事长”的现象,使得分离效应减弱。

其次,可能是在样本选择的期间,很多企业处于继任接替的转型期,而更现实的情况是,中国很多企业刚刚经历过金融危机,亟需进行管理转型。ACCA 和 OECD 等国际组织曾经指出,导致美国金融危机的主要原因并不是次贷问题,而是公司治理失效。正是由于公司治理的失效,需要一个更具综合性的、严厉的监管。因此,当公司的当前绩效问题存在时,离职分离模式能提高公司未来绩效,而当公司当前绩效问题不存在时,离职分离模式改变了董事会的领导结构,引起不必要的战略波动变化,进而损害公司未来绩效。

五、研究结论与启示

本研究首先借鉴国内外文献将两职分离分为学徒分离、离职分离与降级分离,然后运用面板数据研究了在公司当前绩效水平下,CEO 与董事长分离对公司绩效的影响,以及两职分离后的两职再合一对公司绩效的影响。另外,又拓展研究了在公司当前绩效的影响下,两职合一(由两职分离到两职合一)与公司未来绩效的关系;在股权性质的影响下,公司的当前绩效与两职合一(由两职分离到两职合一)的关系;在股权结构的影响下,公司的当前绩效与高管变更、结构变更(两职分离或两职合一)的关系。研究结论如下。(1)对于两职合一的公司,当公司当前绩效良好时,实施两职分离后损害了公司下一年绩效;当公司当前绩效较差时,实施两职分离后增进了公司下一年绩效。(2)对于两职合一的公司,当公司当前绩效良好时,实施离职分离对公司绩效产生显著的负向影响;当公司当前绩效较差时,实施离职分离对公司绩效产生显著的正向影响,学徒分离与当前绩效的交互作用、降级分离与当前绩效的交互作用均与公司绩效不存在显著性关系,相比之下,离职分离发挥了重要的作用。(3)对于两职分离的公司,当公司当前绩效较好时,实施两职合一对公司绩效产生显著的正向影响;当公司的当前绩效较差时,实施两职合一对公司绩效产生显著的负向影响。(4)在国有企业中,公司的当前绩效与两职合一没有显著的相关关系。(5)在绝对控股结构下,公司的当前绩效与高管变更显著负相关,公司的当前绩效与结构变更不存在显著关系。另外,考虑到样本时间期限选择可能产生误差,本研究采取了2009-2011年的年份数据组合进行稳健性检验,检验结果无显著差异。

本研究有助于为董事会做出有效的领导结构决策提供直接的经验证据,也有助于为建立适合中国经济转型过程中的公司治理模式提供参考。基于本研究,我们提出如下建议:

(1)注重对董事会领导结构的战略性调整。董事会必须思考在不同绩效水下两职分离引发的问题:为什么很多公司没有基于业绩选择董事会领导结构。有学者认为即使在绩效不好时分离 CEO 与董事长,也不能说明绩效因素是影响 CEO 与董事长两职分离的最显著因素。除了公司绩效之外的其他因素也发挥着重要作用。但是,基于业绩水平来调整董事会领导结构有其更现实的原因:较低的绩效波动反映了现任 CEO 对非系统风险较强的掌控能力,体现了 CEO 的自信和能力,绩效成为 CEO 责任与努力的主要标志。

(2)加深对上市公司的 CEO 与董事长分离模式具体类别的理解,优化具体分离模式的治理作用。若实践决策者需要分离 CEO 与董事长角色,将不得不从学徒分离、离职分离、降级分离三种分离模式中进行选择。对于正处于经济转型及市场经济体制逐步完善阶段的中国上市公司来说,应该在确定需要分离 CEO 与董事长的基础上,进一步思考是更需要保持领导的连续性,还是更需要强化真正的独立监督,其最终目

的都是激发高管工作的积极性和创造性。

(3) 加深对国有企业董事会领导结构的再思考。国有企业是具有中国特色的企业,其董事会领导结构的调整可能带有主观和行政色彩。国有企业一刀切式的 CEO 与董事长两职分离是否合适,值得进一步探讨。

(4) 优化公司的股权结构进而设计良好的董事会领导结构。在一股独大的股权结构下,控股股东更倾向于更换高管这个人,而不是换结构。基于这么一种事实,因此,通过非控股股东特别是第二大股东改善企业治理结构是可能的,非控股股东在有能力的情况下会采取一定的监督制衡措施,促使控股股东作出合理的董事会领导结构的调整。因此,要完善非控股股东的权力配置体系,健全非控股股东特别是第二大股东的参与机制。

(5) 关注 CEO 与董事长之间合一与分离不断相互交替的动态变化,不断丰富公司治理。决策者需要注意,CEO 与董事长分离三种类型具有不同的持续性。学徒分离的持续性最短,因为此种分离通常构成一种接力棒式的传递,更可能导致角色的再结合;降级分离发生再结合的可能性最小,因为它是一种纯粹的治理。对 CEO 与董事长角色有了更好的认识后,学者们可以超越传统的代理观点及统一指挥范式,并进一步结合其他的理论如专业化,综合化,资源基础观和知识基础观来思考董事会领导结构的问题。

参考文献:

- [1] DAILY C M, DALTON D R. Bankruptcy and Corporate Governance: The Impact of Board Composition and Structure[J]. *Academy of Management Journal*,1994,37(6):1603-1617.
- [2] GARG G. Venture Boards: Distinctive Monitoring and Implications for Firm Performance[J]. *Academy of Management Review*, 2012,38(1):90-108.
- [3] FINKELSTEIN S, D'AVENI R A. CEO Duality as a Double-edged Sword: How Bboards of Directors Balance Entrenchment Avoidance and Unity of Command[J]. *Academy of Management Journal*,1994,37(5):1079-1108.
- [4] DAN R D, DALTON C M. Integration of Micro and Macro Studies in Governance Research: CEO Duality, Board Composition, and Financial Performance[J]. *Journal of Management*,2011,37(2):404-411.
- [5] KRAUSE R, SEMADENI M. Apprentice, Departure, and Demotion: An Examination of the Three Types of CEO-Board Chair Separation[J]. *Academy of Management Journal*,2013,56(3):805-826.
- [6] 缪柏其,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[J]. *经济管理*,2008(12):10-16.
- [7] CHARLES P. *Complex Organizations: A Critical Essay*[M]. New York: Glenview IL, 1986:1-320.
- [8] 宋增基,韩树英,张宗益. 公司高层更换中董事长与总经理重要性差异研究——来自中国上市公司的经验数据[J]. *软科学*,2010(3):82-86.
- [9] GALBRAITH J R. Organization Design: An Information Processing View[J]. *Interfaces*,1974,4(3):28-36.
- [10] CONGER J A. *Boardroom Realities: Building Leaders across Your Board*[M]. San Francisco: Jossey-Bass,2009:1-544.
- [11] QUIGLEY T J, HAMBRICK D C. When the Former CEO Stays on as Board Chair: Effects on Successor Discretion, Strategic Change, and Performance[J]. *Strategic Management Journal*,2012,33(7):834-859.
- [12] DAILY C M, DALTON D R. CEO and Board Chair Roles Held Jointly or Separately: Much Ado about Nothing? [J]. *The Academy of Management Executive*,1997,11(3):11-20.
- [13] DAVIDSON W N, NEMEC C, WORRELL D. The Influence of the Board of Directors and Financial Performance on the Incidence of Executive Plurality[J]. *Corporate Governance: An International Review*,1996,4(1):11-20.
- [14] 周建,张双鹏,刘常建. 分离 CEO 两职合一:代理问题缓与与战略继任的开始[J]. *管理科学*,2015(3):1-13.
- [15] LORSCH J W, ZELLEKE A. Should the CEO be the Chairman[J]. *MIT Sloan Management Review*,2005,46(2):71-74.
- [16] 李建标,李帅琦,王鹏程. 两职分离形式的公司治理效应及其滞后性[J]. *管理科学*,2016(1):53-69.
- [17] 张耀伟,陈世山,李维安. 董事会非正式层级的绩效效应及其影响机制研究[J]. *管理科学*,2015(1):1-17.
- [18] 冯旭南,李心愉. 公司经营绩效影响高管变更吗——来自地方国有上市公司的证据和启示[J]. *管理评论*,2012(12):166-173.
- [19] LEL U, MILLER D P. International Cross-listing, Firm Performance, and Top Management Turnover: A Test of the Bonding Hypothesis[J]. *The Journal of Finance*,2008,63(4):1897-1937.
- [20] 段云,王福胜,王正位. 多个大股东存在下的董事会结构模型及其实证检验[J]. *南开管理评论*,2011(1):54-64.
- [21] 蒋神州. 关系差序偏好,董事会羊群行为与掏空[J]. *南方经济*,2011(9):3-16.

(责任编辑 束顺民)