

总经理更换与高管团队的稳定性研究

——来自中国上市公司的经验证据

张必武,石金涛

(上海交通大学 管理学院,上海 200030)

摘要:文章从业绩相关理论、锦标赛理论和专用化人力资本理论出发,对总经理更换后的高管团队稳定性进行了理论分析和实证检验。经验证据表明,总经理更换提高了高管离职的概率,但降低了企业绩效对高管离职的影响;总经理被迫离职后的年轻高管有较高的离职概率;高管与离任总经理的专用化人力资本越高,总经理更换后高管离职概率越高,而与继任总经理的专用化人力资本则可使高管离职概率有一定程度的降低。实证结果支持锦标赛理论和专用化人力资本理论,但业绩相关理论没有得到支持。

关键词:总经理更换;高管离职;企业绩效;晋升锦标赛;专用化人力资本

中图分类号:F272.9 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2006)01-0121-12

西方学者对总经理更换后企业绩效是否改进作了大量的研究,但对总经理更换后高管团队稳定性研究则鲜有涉及(Fee 和 Hadlock, 2004)。事实上,由于日益多元化趋势的组织业务以及密切协作的部门工作都对企业的高层领导提出了新的挑战,企业的战略决策已不仅仅是总经理一人的事情,而是需要整个高管团队的合作才能完成。因此,总经理更换后高管团队的稳定性对企业的正常运作非常重要,并最终影响到企业绩效。

本文在深入分析业绩相关理论、锦标赛理论和专用化人力资本理论的基础上,利用我国上市公司数据研究了总经理更换对高管团队稳定性的影响,实证结果支持锦标赛理论和专用化人力资本理论,但业绩相关理论没有得到支持。

与以往的研究相比,本文的特点或贡献表现在:(1)首次系统研究了总经理更换对高层管理团队的影响,并从总经理离职与继任两个角度研究总经理更换后高管离职的原因;(2)传统的团队专用化人力资本理论没有区分高管与高管、高管与总经理之间存在的专用化人力资本的差别,本文则认为高管团队

收稿日期:2005-10-21

作者简介:张必武(1973—),男,湖南常德人,上海交通大学管理学院博士研究生;

石金涛(1945—),男,浙江宁波人,上海交通大学管理学院教授,博士生导师。

作为一个特殊的团队,高管更有激励对与总经理之间的专用化人力资本进行投资,并从中获得更大的收益。由于这种资本的专属性,当总经理更换后,高管的损失也更大,因而在总经理更换后高管有较高的离职概率。本文对此进行了理论分析和实证检验。

一、理论分析与研究假设

(一)业绩相关理论

有研究发现,企业决策部门利用企业绩效作为衡量总经理能力的主要指标,当企业绩效下滑时将其更换(朱红军,2002)。业绩相关理论认为,如果决策部门将企业绩效也作为衡量高管能力的主要指标,企业绩效差意味着高管能力差,企业在更换总经理的同时有可能做出更换高管的决策(Hermalin 和 Weisbach,1998)。由此可以推测,企业绩效越差,高管离职与总经理更换的联系越紧密,而绩效好时这种联系可能较弱,因为绩效好时总经理离开企业,其他高管的能力并不会受到质疑。另外,总经理更换对高管离职的影响可能存在持续效应。假定总经理在企业绩效下滑时被迫离开,但其他高管继续留任。如果企业绩效持续下滑,企业决策部门可能会调低对留任高管的能力估计,因而这些高管有较高的离职率。但如果企业绩效因总经理更换而好转,留任高管的能力将得到肯定,高管有较低的离职率。最后,总经理离职类型可能影响企业绩效与高管离职的关系,总经理被迫更换时企业绩效与高管离职的相关性更强。根据上述分析,有以下假设:

H1:在其他条件不变的情况下,企业绩效越差,总经理被迫更换后高管离职的概率越高。

(二)锦标赛理论

经济学家认为晋升和薪酬能够对代理人努力产生强激励作用,同时还可以减少偷懒和搭便车行为(Jensen 和 Meckling,1976)。锦标赛理论运用博弈论的方法研究了委托代理关系,并对职位之间的薪酬差距产生的晋升激励进行了直接研究(Rosen,1986)。西方企业中,随着行政层次的提高,相邻层次间的薪酬差距往往呈现出加速增加的趋势,而CEO和其他高管之间的薪酬差距达到最大。如果将代理人看作是晋升竞争中的比赛者,在这个顺序竞争的锦标赛中,赢家将获得全部奖金。

尽管我国上市公司总经理与其他高管之间的货币薪酬差距较小(林浚清等,2003),但如果考虑到与总经理职位相伴随的在职消费以及权力享受,晋升的预期收益同样较高。但这种晋升的预期收益随着继任总经理的产生而降低。另外,预期收益的降低应与总经理离职类型有关。常规离职的总经理带有自愿性质,离职前几年就会指定接班人,在这种情况下,高管几乎没有什么晋升的预期收益,因此常规更换对高管离职的影响应该较小。但被迫更换则

不同,它是由董事会或大股东发起的解雇总经理的行为,在总经理被迫更换后,高管团队成员有可能成为潜在的继任者,这增加了高管晋升的预期收益。尽管总经理被迫更换后,企业可能倾向于从外部聘任继任者,而这可能也会降低高管对晋升总经理的预期收益。但由于被迫更换是一个不确定性事件,企业是从内部还是从外部聘任继任者也是不确定的,这种不确定性使得每一位高管均有晋升的可能,从而形成较高的晋升预期。从我国的实际情况来看,经理人市场还没有完全建立起来,经理人选聘机制也不够完善,上市公司的继任者事实上主要还是由企业内部提升,因此被迫更换的情况下高管应该有更高的晋升预期收益^①。不同年龄段的高管晋升的预期收益可能也不一样,接近退休的高管晋升的预期收益相对较小,外部的职业机会也不大,因此应该有较小的离职概率;年轻高管则对晋升有更强的预期收益,而且年轻高管也面临更多的外部职业机会,从而更有可能在总经理更换后因预期收益的降低而跳槽。如果继任总经理很年轻,则继任者可能有较长的任期,这进一步降低了年轻高管对于下一轮晋升总经理的预期收益,因而离职的概率也加大。由于获得企业外部的工作机会需要时间,总经理被迫更换对年轻高管离职的影响可能具有持续性,也就是说总经理被迫更换后,高管有可能在总经理更换当年或更换下一年有较高的离职概率。可以假设:

H2:其他条件不变情况下,总经理被迫更换后,年轻高管离职概率更高。

H3:其他条件不变情况下,继任总经理越年轻,总经理更换后年轻高管离职概率越高。

(三)专用化人力资本理论

专用化人力资本是指雇员在某企业工作的过程中,通过学习和经验积累形成了一些特殊知识,这些特殊知识仅仅适用于该企业的特定环境,一旦拥有这些人力资本的雇员被解雇,其拥有的特定知识就会贬值,这对企业和雇员双方都是损失。当多个雇员组成一个团队工作时,这种专用性更容易出现,因为团队成员之间的默契非常重要,并且直接影响团队绩效。团队合作中形成的这种资本即为团队专用化人力资本(team specific human capital),团队成员经过一段时期的磨合,产生一种特殊的生产力,呈现一种“合作专用化”(specific co-operation)的关系。如果对其中一些成员做出更换,那么这种生产力就会受到破坏,彼此均因离开对方而失去其存在的价值。高层管理团队是企业中最重要的团队形式,也最易形成团队专用化人力资本。

但是,传统的高管团队专用化人力资本理论将整个高管团队视为同质,没有对高管与高管之间的专用化人力资本和高管与总经理之间的专用化人力资本进行区分。本文则认为在高管团队专用化人力资本中,高管与总经理的专用化人力资本对于高管团队的有效运作更加重要,如果高管与总经理之间存在信任、合作与沟通上的困难,将对高管自身的工作绩效、经济收入、职业发展

等都会产生不利影响。作为理性的经济人,高管势必投入时间和精力来促进与总经理之间的交流沟通,积累有利于与总经理配合默契的特殊知识,这种特殊知识是在与总经理共事过程中产生,并且仅适用于特定的总经理。

我们可以利用一个简单的经济模型来论述总经理专用化人力资本对高管离职的影响。假设企业有总经理 CEO_1 和高管 m_1 ,令 f 表示 m_1 因为拥有与 CEO_1 的总经理专用化人力资本而获得的收益,且总经理专用化人力资本越高, f 越大。

令 ω_1 为 m_1 获得企业外部职业机会后的潜在收益,则 m_1 留在企业的约束条件为: $f(m_1, CEO_1) - \omega_1 > 0$ 。当 CEO_1 离职、继任者为 CEO_2 时,由于 m_1 拥有的与 CEO_1 的专用化人力资本减少为 0,则 $f(m_1, CEO_1)$ 减少为 0,此时 m_1 继续留在企业的约束条件为: $f(m_1, CEO_2) - \omega_1 > 0$ 。这里, $f(m_1, CEO_2)$ 为 m_1 拥有与 CEO_2 的专用化人力资本而获得的收益,这种专用化人力资本是 m_1 在 CEO_2 继任前与 CEO_2 共事中产生,当 CEO_2 为内部继任时,这种专用化人力资本即为我们在前面定义的高管专用化人力资本;而当 CEO_2 为外部继任时,这种专用化人力资本为 0,此时 m_1 的收益仅包括专用化人力资本之外的收益,如薪酬收入等。

假定 ω_1 为随机变量,其累积分布函数为 G 。在 CEO_1 未离职的情况下, m_1 离职的概率为: $1 - G[f(m_1, CEO_1)]$ 。在 CEO_1 离职、 CEO_2 继任的情况下, m_1 离职的概率则为: $1 - G[f(m_1, CEO_2)]$ 。因此, CEO_1 离职且 CEO_2 继任将使得 m_1 离职概率增加:

$$\Delta P = G[f(m_1, CEO_1)] - G[f(m_1, CEO_2)] \quad (1)$$

若 m_1 与 CEO_1 共事具有最高的总经理专用化人力资本,则: $f(m_1, CEO_1) > f(m_1, CEO_2)$,由于 G 是非减函数,等式右边的 $f(m_1, CEO_1)$ 越大,或 $f(m_1, CEO_2)$ 越小, ΔP 越大。因此,根据式(1)有以下结论:

结论 1: CEO_1 的离职将导致高管 m_1 离职概率增加 ($\Delta P > 0$);

结论 2: 当 m_1 与 CEO_1 的专用化人力资本越高, $f(m_1, CEO_1)$ 越大, CEO_1 离职后 m_1 的离职概率也越高 (ΔP 变大);

结论 3: 当 m_1 与继任总经理 CEO_2 在继任前有较高的专用化人力资本,即 $f(m_1, CEO_2)$ 较高,则 m_1 离职概率降低 (ΔP 变小)。

由于人力资本包含一个学习过程,随着工作时间的延长,人力资本所有者可能通过一种学习机制来积累人力资本,并且这种积累过程是和其他人力资本所有者相互促进的,因此高管的总经理专用化人力资本随着与总经理共事时间越长,积累量也越大。于是可以利用高管与总经理共事时间的长短来衡量高管的总经理专用化人力资本存量的多少。可以假设:

H4: 其他条件不变情况下,高管与总经理共事时间越长,总经理更换后高管离职概率越大;

H5:其他条件不变情况下,高管与继任总经理在继任前的共事时间越长,总经理更换后高管离职概率越小。

二、研究设计

(一)样本选择

高管资料来源于上海万得资讯科技有限公司收集的1995~2003年中国上市公司高管资料数据库,并由作者手工整理。财务数据来自CSMAR中国上市公司财务年报数据库。为了避免兼并对研究结果的干扰,剔除了时间段内发生过重大股权变更的企业。剔除数据不全的样本,最后得到25 129个高管年,5 754个企业年。

(二)关键变量定义

1. 总经理更换与高管离职

本文中的总经理更换(CEOturn)分总经理常规更换和被迫更换,并将以下三种情况视为总经理被迫更换:(1)总经理离职时年龄小于59岁,且离职时仍在董事的任期内(以三年为一任期),但辞去总经理职务后就立即离开董事会;或董事职位持续到董事任期结束,但不连任;(2)离职年龄小于59岁,离职时并非董事会成员,且离职后一年内也未担任任何董事职务;(3)离职年龄小于59岁,离职前兼任董事长职务,离职后一年内卸任董事长职务。其他类型则视为常规更换。尽管这种方法仍存在某些偏差,但几乎是通过公开信息区分总经理更换类型的最好方法。

高管离职定义为高管不出现在下一年的高管团队或董事会的名单中。当研究总经理更换对高管离职是否有持续效应时,主要考虑总经理更换后下一年的高管离职情况。

2. 专用化人力资本的衡量

企业专用化人力资本的理论模型认为,随着员工在企业中任期的延长,员工的企业专用化人力资本逐渐增加,其专用化属性使得任期越长的员工越不易离职(Jovanovich,1979)。与之相一致,高管与总经理专用化人力资本同样随着高管与总经理在企业的共同任期的增加而增加,因此,高管与总经理的共同任期就可以反映高管与总经理专用化人力资本的存量大小。本文通过定义三个哑变量来反映高管与总经理的共同任期: $SEtenure_4$ 、 $CEOtenure_4$ 和 $INCEOtenure_4$,哑变量取1时,分别表示高管任期^②、离任总经理任期、继任总经理继任前在企业的任期小于4年,否则哑变量取0。若 $SEtenure_4$ 和 $CEOtenure_4$ 均为0,则表示高管任期与离任总经理任期 ≥ 4 年,高管与总经理的共事时间最长。以4年为分界点是因为西方的一些研究认为总经理从上任到树立领导威信需要30~48个月(Shen和Cannella,2002),这一期间也是高管与总经理的磨合期。另外,共事时间越长,总经理专用化人力资本越高,总经理更

换对高管离职的影响就越明显,这有利于排除其他因素对结果的干扰。

表 1 变量定义

| 变 量 | 变量定义 |
|--------------------------|-------------------------------------|
| SEage | 高管年龄 |
| SEage ₅₀ | 高管年龄<50岁 |
| SEage _{50~55} | 50岁≤高管年龄<55岁 |
| SEage _{55~60} | 55岁≤高管年龄<60岁 |
| SEage ₆₀ | 高管年龄≥60岁 |
| IAROA | 行业中位值调整后的净资产收益率 |
| CEOturn | 总经理更换哑变量,更换发生取1,否则为0 |
| Ln(size) | 企业规模的常用对数,用年度销售收入(元)表示 |
| CEOtenure ₄ | 总经理任期哑变量,任期小于4年时取1,否则为0 |
| SEtenure ₄ | 高管任期哑变量,任期小于4年时取1,否则为0 |
| INCEOtenure ₄ | 哑变量,取1表示总经理继任前在该企业高管团队中的任期小于4年,否则为0 |
| INCEOage ₅₀ | 继任总经理年龄哑变量,年龄<50岁,该值取1,否则为0 |

三、研究结果

本文采用 Logit 模型研究高管离职,并用概率解释自变量对高管离职事件发生的作用,以便分析和比较。Logit 模型的一般形式为: $P(y=1|x) = e^{a+bx} / (1+e^{a+bx})$ 。其中, $P(y=1|x)$ 表示在给定 x 下,事件发生 ($y=1$) 的概率。 x 和 b 分别为自变量及其回归系数的向量矩阵。自变量对事件发生概率的偏作用即边际概率可以通过对函数求该自变量的偏导数实现。

(一) 企业绩效对高管离职的影响

表 2 利用 Logit 模型分析了总经理更换情况下,企业绩效对高管离职概率的影响。模型 1 和模型 3 为总经理常规更换的 Logit 回归。从模型 1 可以看出,总经理常规更换使得当年高管离职概率提高了 24.86%,回归系数在 0.001 水平下统计显著。然而总经理常规更换下一年高管离职概率仅提高 2.69%,且无统计显著性(模型 3)。通过研究企业绩效对高管离职的影响发现,企业绩效主效应为 $-0.0096 (p < 0.001)$,也就是说企业绩效每下滑 10 个百分点,高管离职概率增加 9.6 个百分点。企业绩效与总经理更换的交互效应 ($IAROA \times CEOturn$) 在更换当年为 $0.0079 (p < 0.001)$,即当企业绩效下滑 10 个百分点,总经理常规更换将使得高管离职概率下降 7.9 个百分点(模型 1),下一年则降低 6.5 个百分点(模型 3)。这表明,如果企业发生总经理常规更换,因企业绩效导致的高管离职概率将低于没有发生总经理更换的企业。

模型 2 和模型 4 为总经理被迫更换的 Logit 回归。与常规更换结果类似,企业绩效与总经理被迫更换的交互效应 ($IAROA \times CEOturn$) 统计显著为正,更换当年为 $0.0096 (p < 0.001)$ (模型 2),下一年则为 $0.0079 (p < 0.05)$ (模型 4)。但总经理被迫更换对高管离职的冲击更大,总经理被迫更换当年

高管离职概率提高 27.89% ($p < 0.001$), 而更换后一年仅提高 7.57% ($p < 0.05$), 分别比常规更换(模型 1 和模型 3)高出 3.03% 和 4.88%。虽然总经理常规更换与被迫更换模型中的交互项 $IAROA \times CEOturn$ 均统计显著为正, 但由于 $IAROA$ 主效应的绝对值大于交互项且为负, 因此企业绩效 $IAROA$ 对高管离职的总体效应仍然为负, 也就是说企业绩效越差, 高管离职概率越大, 但总经理更换则减弱了企业绩效对高管离职的影响。因此假设 1 提出的总经理被迫更换将加剧企业绩效对高管离职的影响显然没有得到支持。

表 2 总经理更换对企业绩效与高管离职关系的影响

| 变量/参数 | t 年 | | t+1 年 | |
|------------------------|-----------------------|-----------------------|------------------------|------------------------|
| | 模型 1 | 模型 2 | 模型 3 | 模型 4 |
| IAROA | -0.0096*** (-8.91) | -0.0110*** (-9.08) | -0.0167*** (-10.58) | -0.0168*** (-10.59) |
| Ln(size) | 0.0032 (1.35) | 0.0032 (1.15) | -0.0062 (-1.74) | -0.0043 (-1.14) |
| SEage ₅₀ | -0.0412*** (-5.32) | -0.0603*** (-5.61) | -0.0402*** (-3.96) | -0.0321*** (-4.01) |
| SEage _{55~60} | 0.0618*** (3.83) | 0.0475*** (3.89) | 0.0353** (2.95) | 0.0531** (2.93) |
| SEage ₆₀ | 0.2163*** (8.90) | 0.2389*** (7.99) | 0.2180*** (8.45) | 0.2255*** (8.01) |
| CEOturn | 0.2486*** (13.20) | 0.2789*** (11.62) | 0.0269 (0.84) | 0.0757* (2.23) |
| IAROA \times CEOturn | 0.0079*** (7.59) | 0.0096*** (6.81) | 0.0065*** (6.92) | 0.0079* (1.99) |
| Log likelihood | -7 133 | -7 353 | -7 351 | -7 223 |
| n | 21 861 | 22 192 | 16 286 | 16 417 |

注: t 年和 t+1 年分别指总经理更换当年和下一年。模型包括了行业哑变量和年度哑变量。表中列出的系数为边际概率, 括号内为经过 Huber/White/Sandwich 法修正后的 t 值。*、**、*** 分别表示 $p < 0.05$, $p < 0.01$, $p < 0.001$ 。以下同。

(二)晋升锦标赛与高管离职

利用表 3 的模型检验假设 2 和假设 3, 模型包括高管年龄的哑变量(以 $SEage_{50~55}$ 为基准变量): $SEage_{50}$ 、 $SEage_{55~60}$ 和 $SEage_{60}$, 并引入高管年龄小于 50 岁与总经理更换的交互项($CEOturn \times SEage_{50}$), 以考察总经理更换对年轻高管离职的影响。

假设 2 提出总经理被迫更换后, 高管越年轻越容易离职, 高管年龄哑变量与总经理更换变量的交互项($CEOturn \times SEage_{50}$)在总经理被迫更换当年统计显著为正($p < 0.01$), 总经理被迫更换使得 50 岁以下高管的离职概率提高 8.3%(模型 6)。总经理被迫更换的下一年也有类似结论, 而常规更换样本中的交互项 $CEOturn \times SEage_{50}$ 无统计显著性。假设 2 得到支持。

根据锦标赛理论, 晋升为总经理的期权价值随着新任总经理的产生而不复存在, 如果继任总经理年龄越年轻, 在位的预期时间就越长, 从而影响高管对参

选下一轮总经理职位的期权价值。假设 3 提出继任总经理越年轻,总经理被迫更换后年轻高管的离职概率越高,在表 3 的模型中加入 $CEOturn \times SEage_{50} \times INCEOage_{50}$ 交互项来检验该假设。从表 3 可知, $CEOturn \times SEage_{50} \times INCEOage_{50}$ 系数为 0.0835, 且存在统计显著性 ($p < 0.001$)。由于 $INCEOage_{50}$ 和 $SEage_{50}$ 均为哑变量, 可以通过一个 2×2 矩阵更直观地说明继任总经理年龄、高管年龄对高管离职的影响, 结果如图 1。从图 1 可以看出, 当继任总经理和高管年龄均小于 50 岁时(第一象限), 总经理被迫更换对高管离职的影响最大, 与未发生总经理更换相比, 总经理被迫更换使得小于 50 岁的高管离职概率提高 37.8%, 而大于 50 岁的高管离职概率(第三象限)提高 21.2%, 两者相比后者减少了 16.6%。另外, 当继任总经理大于 50 岁时, 总经理被迫更换使得小于 50 岁的高管离职概率提高 27.7%(第二象限), 而大于 50 岁高管的离职概率则提高 19.4%(第四象限)。因此, 高管越年轻, 总经理被迫更换后高管离职概率越高, 且随着继任总经理越年轻, 高管离职概率越高。假设 3 得到支持。

表 3 晋升的期权价值对高管离职的影响

| 变量/参数 | t 年 | | t+1 年 | |
|--|------------------------|------------------------|------------------------|-------------------------|
| | 模型 5 | 模型 6 | 模型 7 | 模型 8 |
| IAROA | -0.0014 *** (-4.97) | -0.0031 *** (-9.20) | -0.0042 *** (-6.37) | -0.0060 *** (-11.09) |
| Ln(size) | 0.0036 * (2.12) | 0.0034 (1.75) | -0.0027 (-1.39) | -0.0028 (-0.84) |
| SEage ₅₀ | -0.0586 *** (-7.52) | -0.0622 *** (-7.71) | -0.0478 *** (-4.54) | -0.0479 *** (-4.51) |
| SEage _{55~60} | 0.0637 *** (4.13) | 0.0654 *** (4.09) | 0.0532 ** (2.95) | 0.0531 ** (2.93) |
| SEage ₆₀ | 0.2363 *** (9.94) | 0.2400 *** (9.79) | 0.2184 *** (8.10) | 0.2199 *** (8.12) |
| CEOturn | 0.2145 *** (16.29) | 0.1941 *** (11.13) | 0.0288 (1.47) | 0.0787 ** (2.79) |
| CEOturn \times SEage ₅₀ | 0.0152 (1.77) | 0.0830 *** (6.84) | 0.0713 (1.74) | 0.0655 * (1.99) |
| CEOturn \times INCEOage ₅₀ | -0.0210 (-1.08) | 0.0174 * (2.45) | -0.0363 (-1.20) | 0.0787 * (2.05) |
| CEOturn \times SEage ₅₀ \times INCEOage ₅₀ | 0.0771 (1.35) | 0.0835 *** (3.67) | 0.0931 (1.22) | 0.0565 * (2.18) |
| Log likelihood | -7 321 | -7 299 | -7 396 | -7 609 |
| n | 21 861 | 22 192 | 16 286 | 16 417 |

| | INCEOage < 50 | INCEOage ≥ 50 |
|-----------------|---------------|--------------------|
| SEage < 50 | 0.378 | 0.277 |
| SEage ≥ 50 | 0.212 | 0.194 |

图 1 继任者年龄对高管离职影响的概率解释(由模型 6 计算)

(三) 专用化人力资本与高管离职

由于高管与总经理专用化人力资本对高管离职的影响与总经理离职类型无关, 模型没有区分总经理离职类型。又由于高管在总经理更换后获得企业外部的

职业机会需要时间,总经理更换当年或下一年均有可能导致高管有较高的离职概率,因此我们对总经理更换当年和下一年高管离职情况均进行了研究,以免遗漏一些重要结论。表 4 的模型 9 和模型 10、模型 11 和模型 12 分别为总经理更换当年及下一年,对高管离职的影响。模型 9 和模型 11 检验假设 4,模型 10 和模型 12 检验假设 5。

(1) 高管与离任总经理的专用化人力资本对高管离职的影响。从表 4 可知,所有模型中高管任期($SEtenure_4$)的主效应均在 0.001 水平下统计显著为正,表明在不考虑总经理更换时,任期小于 4 年的高管离职概率要高于任期大于 4 年的高管;但当总经理更换发生时,模型 9 和模型 11 中的 $CEOturn \times SEtenure_4$ 则在 0.05 水平下统计显著为负,表明 $SEtenure_4$ 对高管离职的影响受到总经理更换事件的影响,总经理更换当年和下一年任期小于 4 年的高管离职概率比未发生总经理更换时分别低 10.9% 和 2.97%。

高管与总经理的共同任期通过高管任期与总经理任期的交互项($CEOturn \times SEtenure_4 \times SEtenure_4$)得以体现,当 $CEOturn_4$ 和 $SEtenure_4$ 均取 0 时,高管与总经理的任期均大于 4 年,因而有最长的共事时间,而均取 1 时则有较短的共事时间。从模型 9~模型 12 可知, $CEOturn \times SEtenure_4$ 、 $CEOturn \times CEOturn_4$ 和 $CEOturn \times CEOturn_4 \times SEtenure_4$ 均具有统计显著性。更直观的解释见图 2A (由模型 9 计算)。可以看出,当总经理任期大于 4 年时,总经理离职可使任期小于 4 年的高管离职概率增加 14.5% (第二象限);而当总经理任期小于 4 年时,总经理离职可使任期小于 4 年的高管离职概率增加 11.8% (第一象限),任期大于 4 年的高管离职概率增加 10.1%。离任总经理任期与高管任期均大于 4 年时(第四象限),总经理更换对高管离职的影响要显著高于其他情形。与未发生总经理更换相比,此时的高管离职概率提高 25.4%,比总经理任期小于 4 年(第三象限)或高管任期小于 4 年(第二象限)时的概率分别高出 15.3% 和 10.9%。

总的来看,高管与总经理共事时间越长,总经理离职后的高管离职概率越高,由模型 9 可知,总经理离职当年, $CEOturn \times CEOturn_4$ 、 $CEOturn \times SEtenure_4$ 及 $CEOturn \times CEOturn_4 \times SEtenure_4$ 均具有统计显著性, Wald 检验也表明三个交互项联合为 0 的假设在 0.001 水平下被拒绝。因此假设 4 得到支持。

(2) 高管与继任总经理在继任前的专用化人力资本对高管离职的影响。假设 5 由模型 10 和模型 12 进行检验。根据假设可以得到以下三个推论:第一,当高管任期与继任总经理继任前在高管团队任期均大于 4 年时,继任总经理在继任前和高管有最长的共事时间,总经理离职对高管离职概率影响应最小;第二,当继任总经理继任前在高管团队任期小于 4 年,总经理更换对高管离职的影响应高于继任总经理任期大于 4 年时的情况,原因在于此时高管与继任总经理在继任前的共事时间短,专用化人力资本较低,特别是当继任总经理为外部继任时则几乎为 0;第三,当继任总经理任期小于 4 年和高管任期大

于 4 年,总经理离职对高管离职的影响可能要大于其他情形,此时高管有最高的离职概率。因为高管任期越长,高管与前任总经理共事的时间也可能越长,与前任总经理的专用化人力资本也越高,当前任总经理离职时的损失就越大,而这种损失又没办法从与继任总经理的专用化人力资本上得到弥补,导致任期长的高管可能有最高的离职概率。

在模型 10 和模型 12 中检验这些推论是否成立,并用 2×2 矩阵解释结果,见图 2B(由模型 10 计算)。正如图 2B 所示,回归结果很好地支持了假设 5 的三个推论,当继任总经理继任前在高管团队任期与高管任期均大于 4 年时(第四象限),总经理更换对高管离职的影响最小,仅提高 21.8%。而当继任总经理继任前任期小于 4 年时,任期长的高管有最高的离职概率(第三象限),总经理更换使得高管离职概率增加 29.9%,比继任总经理继任前的任期与高管任期均大于 4 年时(第四象限)提高了 8.1%。模型 10 和模型 12 中的 $CEOturn \times INCEOt enure_4$ 、 $CEOturn \times SEtenure_4$ 及 $CEOturn \times INCEOt enure_4 \times SEtenure_4$ 均具有统计显著性,对三个交互项联合为 0 假设的 Wald 检验也在 0.001 水平下得到拒绝。假设 5 得到支持。

最后,通过表 4 的模型 11 和模型 12 可以发现,除了高管离职概率总体小于总经理离职当年外,回归结果与模型 9 和模型 10 非常相似,表明总经理离职的下一年,高管与总经理的专用化人力资本对高管离职仍然存在一定的影响。

表 4 专用化人力资本对高管离职的影响

| 变量参数/模型 | t 年 | | t+1 年 | |
|---|-----------------------|-----------------------|------------------------|-----------------------|
| | 模型 9 | 模型 10 | 模型 11 | 模型 12 |
| IAROA | -0.0030*** (-9.20) | -0.0015*** (-5.39) | -0.0062*** (-11.34) | -0.0046*** (-7.19) |
| Ln(size) | 0.0040* (2.01) | 0.0035 (1.79) | -0.0047 (-1.39) | -0.0049 (-1.47) |
| CEOturn | 0.2535*** (14.36) | 0.2178*** (34.49) | 0.1054*** (3.37) | 0.0634*** (4.42) |
| SEtenure ₄ | 0.0649*** (7.66) | 0.0412*** (5.04) | 0.0420*** (4.27) | 0.0309*** (3.55) |
| CEOturn \times SEtenure ₄ | -0.1090** (-3.25) | 0.0179* (2.52) | -0.0297* (-2.45) | 0.0370* (2.51) |
| CEOturn \times CEOtenure ₄ | -0.1524* (-2.16) | | -0.0666* (-1.98) | |
| CEOturn \times CEOtenure ₄ \times SEtenure ₄ | 0.1255*** (14.02) | | 0.0955* (1.99) | |
| CEOturn \times INCEOt enure ₄ | | 0.0812*** (17.06) | | 0.0856*** (5.88) |
| CEOturn \times INCEOt enure ₄ \times SEtenure ₄ | | -0.0551* (-2.18) | | -0.1412** (-2.62) |
| Log likelihood | -9 091 | -9 111 | -7 249 | -7 198 |
| n | 25 129 | 25 129 | 17 754 | 17 754 |

注:模型包括了行业哑变量、年度哑变量和三个高管年龄哑变量 $SEage_{50}$ 、 $SEage_{55-50}$ 和 $SEage_{60}$ 。

| A | | CEO tenure < 4 | CEO tenure ≥ 4 | B | | INCEO tenure < 4 | INCEO tenure ≥ 4 | |
|---------------|-------|----------------|----------------|-------|-------|------------------|------------------|-------|
| SE tenure < 4 | 0.118 | 0.145 | SE tenure < 4 | 0.262 | 0.236 | SE tenure ≥ 4 | 0.299 | 0.218 |
| SE tenure ≥ 4 | 0.101 | 0.254 | | | | | | |

图 2 专用化人力资本对高管离职影响的概率解释

四、结语

本文结合业绩相关理论、锦标赛理论及专用化人力资本理论提出假设,从多个角度研究在总经理更换情况下导致高管离职和团队不稳定性的原因。

本文的研究结果具有一定的政策意义:首先,总经理任期应该有所限制,不可以无限期连任,且应该执行严格的退休制度。当继任总经理越年轻时,之所以年轻高管的离职概率越高(假设 2),是因为年轻总经理的继任使得年轻高管晋升的期望收益降至最低,如果总经理可以无限期连任,也就意味着其他高管晋升为总经理的时间越长,晋升的预期收益经过贴现后就越低。其次,当发生总经理更换时,企业应该特别关注与离任总经理有较长共事时间的高管的离职倾向,并在必要时采取措施。由于任期长的高管与离职总经理的专用化人力资本高,总经理更换对其造成的损失也大,因而有较高的离职意愿。如果企业能够及时意识到这一点,对此类高管进行有针对性的补偿,将有利于高管团队的稳定。第三,当继任者为外部继任时,应对继任后的高管团队稳定性予以足够的关注,避免高管大规模离职给企业造成的损失。有研究认为,外部继任者上任后,在其任期早期应该努力保持较高的团队稳定性,以便顺利度过与企业和高管团队的磨合期,否则将不利于企业绩效改进(Virany 等,1992)。根据本文的研究结果,当总经理为外部继任时,高管与继任总经理的共事时间为 0,此时高管有最高的离职概率。因此,外部继任者上任后应对离职“高危”人员予以足够的关注,并采取必要措施,以防患于未然。

注释:

- ①感谢匿名审稿人对此问题的评论与建议。
②高管任期是指至总经理更换当年,高管在高管团队中已任职的年限。

参考文献:

- [1]林浚清,黄祖辉,孙永祥.高管团队内薪酬差距、公司绩效和治理结构[J].经济研究,2003,(4):31~40.
- [2]朱红军.我国上市公司高管人员更换的现状分析[J].管理世界,2002,(5):127~132.
- [3]Callahan W T, Millar J A, Schulman C. An analysis of the effect of management participation in director selection on the long-term performance of the firm[J]. Journal of Corporate Finance, 2003, 9(2):169~181.
- [4]Fee C E, Hadlock C J. Management turnover across the corporate hierarchy[J]. Journal of Accounting and Economics, 2004, 37(1):3~38.

- [5]Graziano C, Luporini A. Board efficiency and internal corporate control mechanisms [J]. *Journal of Economics and Management Strategy*, 2003, 12(4): 495~530.
- [6]Hermalin B E, Weisbach M S. Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO [J]. *American Economic Review*, 1998, 88(1): 96~118.
- [7]Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure [J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 30(3): 305~360.
- [8]Jovanovich B. Firm specific capital and turnover [J]. *Journal of Political Economy*, 1979, 87(6): 1246~1260.
- [9]Rosen S. Prizes and incentives in elimination tournaments [J]. *American Economic Review*, 1986, 76: 701~715.
- [10]Shen W, Cannella A A. Power dynamics within top management and their impacts on CEO dismissal followed by inside succession [J]. *Academy of Management Journal*, 2002, 45(6): 1195~1206.
- [11]Virany B, Tushman M, Romanelli E. Executive succession and organization outcomes in turbulent environments: An organizational leaning approach [J]. *Organization Science*, 1992, 3: 72~90.

CEO Turnover and Top Management Team Stability ——Evidence from Chinese Listed Companies

ZHANG Bi-wu, SHI Jin-tao

(School of Management, Shanghai Jiao Tong University, Shanghai 200030, China)

Abstract: With the help of literature review, we confirm that there is a link between CEO turnover and top management team stability. We then assess these links empirically using data from Chinese listed companies. We present some main findings. First, we find that CEO and manager turnover are positively related. Second, we do not find that this relationship is stronger when firm performance is poor. Third, this association is driven largely by manager age and incoming CEO age, which is consistent with promotion tournaments theory. Importantly, the hypothesis that specific human capital between manager and CEO affects the value of manager retaining is supported.

Key words: CEO turnover; senior executive departing; firm performance; promotion tournaments; specific human capital

(责任编辑 金 澜)