

# 总经理继任来源选择偏好的实证研究

陈 钢

(东北财经大学 工商管理学院,辽宁 大连 116025)

**[摘要]**利用2007年至2012年我国A股上市公司相关数据,以上市公司总经理继任来源与董事会选择偏好之间的关系为切入点,从决策模糊性、认知风格、学习理论等理论视角出发,研究上市公司董事会是否存在总经理继任来源选择偏好。结果显示:董事会在做出任总经理继任者选择决策时,会考虑前任总经理的继任来源。具体而言,若前任总经理属于内部继任,则新继任总经理更可能来自于公司内部;若前任总经理属于外部继任,则新继任总经理更可能来自于公司外部。在进一步验证董事会层面和总经理层面因素对总经理继任来源选择偏好的影响后发现,董事会规模越大、独立董事比例越高、前任总经理任期越长,存在总经理继任来源选择偏好的可能性越大。

**[关键词]**董事会规模;总经理继任来源;公司治理;企业业绩;企业规模;董事会选择偏好;公司高管选择决策  
**[中图分类号]**F272 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1672-8750(2015)02-0019-10

## 一、引言

随着股份公司中所有权与经营权的分离,作为代理人一方的经营者——总经理成为对公司战略、业绩以及应对环境变化负最终责任的利益体,且是公司高层最具影响力并控制公司发展方向的角色,其个人的成败甚至决定着公司的成败<sup>[1]</sup>。因此,总经理继任是公司向内外部利益相关者传递公司发展方向的一种重要信号<sup>[2-3]</sup>。进一步讲,为了确保总经理继任的公正、规范和有效,由股东选出的作为所有人一方的代表——董事会成为选择总经理继任者这一公司重大变革的决策主体<sup>①</sup>。Thomas和William研究发现,一个强有力的董事会有权评价CEO和公司业绩,并有可能在公司业绩不良的时候替换总经理<sup>[4]</sup>。那么,公司总经理的来源选择有哪些?主流研究者将继任者分为内部继任者和外部继任者<sup>[5]</sup>。哪些因素会影响总经理继任来源呢?现有研究主要从以下三个层面给出了解释:(1)企业层面。Parrino认为公司经营业绩是总经理来源选择的依据<sup>[6]</sup>,而Furtado和Rozeff认为总经理来源受公司规模的影响<sup>[7]</sup>。(2)董事会层面。Hermalin等学者认为董事会规模、独立董事占比和两职兼任情况等因素影响总经理继任来源的选择<sup>[8-10]</sup>。(3)总经理层面。Allgood和Farrell研究发现,前任总经理离职原因是总经理继任来源选择的影响因素<sup>[11]</sup>,而王冰洁和井润田认为前任总经理任期也会影响总经理继任来源的选择<sup>[12]</sup>。

关于企业层面的研究通常将企业作为研究主体,并没有考虑总经理继任的决策主体——董事会的作用。关于董事会层面和总经理层面的研究虽然关注到了董事会在总经理继任来源选择过程中的主体作用,但这些研究大都将董事会视为影响总经理继任的客观因素,而未关注董事会是由主观的“人”组成的这一事实。决策研究者Simon认为个体是有限理性的,不可能获取所有相关信息,更不可能对所有信息进行分析、判断并制定全部备选方案,在比较优劣后选择最优方案<sup>[13]</sup>。之后Bazerman等学者研究发现,在很多情境下,个体甚至不会利用自身的有限理性,而是依赖以往的经验或者

**[收稿日期]**2014-06-23

**[作者简介]**陈钢(1988—),男,河南信阳人,东北财经大学工商管理学院博士生,主要研究方向为公司治理。

①我国《公司法》规定,对经理人的聘任、解聘和激励是董事会的重要职权之一。

启发来做出决策,即使依靠经验或者启发所做出的决策有一定偏差,他也不会改变决策的方式<sup>[14-15]</sup>。作为总经理继任者的决策主体,董事会是由一群有有限理性,甚至连有限理性都达不到的个体组成的,那么在选择总经理继任者时,董事会是否会受到离职的前任总经理继任来源的影响呢?有鉴于此,本文拟从学习理论、认知风格等理论视角出发,考察董事会是否存在总经理继任来源选择偏好,即考察前任总经理的继任来源是否会对目标总经理继任来源的选择产生影响。

总经理“离职—继任”现象在我国上市公司中较为普遍,如表1所示,在本文使用的2007年至2012年上市公司总经理继任数据中,发生的总经理继任事件多达2087起,其中内部继任事件1352起,外部继任事件735起。如果一家公司之前有总经理继任事件,那么,目标年份的总经理继任来源的选择是否会受到之前继任来源选择的影响呢?更进一步讲,这种偏好是否会受到董事会结构、前任总经理离职原因和任期的影响呢?本文拟基于2007年至2012年沪、深两市A股上市公司数据,通过实证分析对这些问题予以回答。

表1 2007—2012年中国上市公司总经理继任情况

| 项目    | 年份   |      |      |      |      |      |      |
|-------|------|------|------|------|------|------|------|
|       | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 合计   |
| 总经理继任 | 355  | 330  | 341  | 323  | 364  | 374  | 2087 |
| 内部继任  | 217  | 199  | 219  | 204  | 263  | 250  | 1352 |
| 外部继任  | 138  | 131  | 122  | 119  | 101  | 124  | 735  |

注:表中数据根据“国泰安”中国上市公司高管动态数据整理所得。

## 二、文献综述

现有的关于总经理继任来源的研究主要聚焦于两个方面。

### (一) 总经理继任来源的经济后果

总经理继任来源的不同方式有着各自的优势和劣势,因此李新春和苏晓华指出,关于继任者来源与公司业绩之间关系的研究并没有得出一致的结论<sup>[3]</sup>。Malcomson认为内部晋升会对企业内部经理人市场起到职业激励作用,可以有效缓解经理人市场的契约难题,因此从公司内部选拔总经理是有效的<sup>[16]</sup>。然而,Davidson等研究发现,市场对企业从外部聘任总经理有着积极的反应,而且在业绩好的企业中这种反应会被放大<sup>[17]</sup>。

### (二) 总经理继任来源选择的影响因素

有关总经理继任来源选择的影响因素的研究主要集中在三个层面。

#### 1. 企业层面

企业层面关于总经理继任来源的研究主要集中在财务特征方面。Parrino认为,业绩较差的公司往往从外部聘任CEO,这是因为来自于公司外部的CEO不容易受到公司当前工作状况的束缚和影响,从而更有可能给组织带来变革,进而最终提高公司业绩<sup>[6]</sup>。Furtado和Rozeff认为,当公司规模扩大时,内部继任比外部继任更有优势<sup>[7]</sup>,这是因为从外部聘任的CEO更容易且更快速地适应小公司的经营管理。而且,相比于小公司,大公司能够承担更高的培养和维持一定规模的经理候选人的成本。

#### 2. 董事会层面

董事会层面关于总经理继任来源的研究主要包括董事会规模、董事会结构等方面。辛立国和马磊认为董事会规模越小,企业从外部聘任总经理的可能性越大<sup>[8]</sup>。Hermalin认为,继任CEO来源于公司外部比例的增加与董事会有效性的提高相关,独立董事比例的增加可以有效地提升董事会效率,且独立董事比例与总经理外部继任呈正相关关系<sup>[9]</sup>。Goyal和Park通过实证研究发现,两职兼任会降低董事会的效率,不利于董事会将不称职的经理人解聘<sup>[10]</sup>。辛立国和马磊基于我国上市公司的数据研究发现,两职兼任情况与总经理外部继任呈负相关关系<sup>[8]</sup>。

#### 3. 总经理层面

总经理层面关于总经理继任来源的研究主要包括前任总经理离职原因和前任总经理任期。All-

good 和 Farrell 研究发现,当管理者常规离职时,董事会从内部提拔总经理继任者的概率增加,而当经营者非常规离职时,董事会从企业外部聘任总经理继任者的概率增加<sup>[11]</sup>。王冰洁和井润田认为,董事会在选择总经理继任来源时会受到前任总经理任期的影响<sup>[12]</sup>。

### 三、研究假设

本文认为总经理继任来源选择是企业最重要的决策之一,这一决策虽然受到企业业绩、企业规模等客观因素的影响,但最终制定决策的是人而非客观存在的其他因素<sup>[18]</sup>。Haleblian 等从决策者的视角考察企业并购行为,发现以往并购行为会对后续并购行为产生影响<sup>[19]</sup>。那么,总经理继任这种公司的重大决策也会受到之前董事会决策的影响,其理论依据为以下三个方面:

#### (一) 决策模糊性方面

决策研究者最初认为决策者是理性的,会理性地分析决策可能带来的收益与成本,进而做出追求利益最大化的决策<sup>[20]</sup>。然而,决策者通常面临的是极具模糊性的决策任务和环境,无法获得较为完备的信息,需要花费更大的成本(如时间、金钱等)搜集和加工尽可能多的新信息,而且决策者通常会权衡决策的准确性和所花费的成本,此时决策者个人的认知能力会成为其搜集加工信息和做出权衡的重要影响因素,进而决定决策结果。因此,囿于信息搜集和处理需要花费大量成本,决策者们通常不可能对与决策相关的信息进行全方位地分析、处理和使用,这使得他们会根据自身的认知选择一个令人满意的而非最优的决策方案。有研究发现,人们在评估事件发生的概率、频率和可能的原因时,不会过分地依赖获得更多的相关信息,而往往会根据头脑中清晰保留的之前类似事件发生的来龙去脉进行判断<sup>[15]</sup>。作为企业的一项重大决策,总经理继任也具有决策模糊性,决策者不可能获得与决策相关的所有信息,可能会根据之前的经验做出决策。那么,当前任总经理来源于内部(或外部)时,目标总经理的选择会受到之前决策的影响而从内部(或外部)进行选择。

#### (二) 认知风格方面

Hastie 认为,在企业的经营过程中,决策贯穿了经营的各个层面,决策者们面临着大大小小的决策,企业的一切行为都是决策的结果<sup>[21]</sup>。决策者会根据自身的效用、预期、知识、手段等进行判断和决策。而且在判断和决策过程中,个体通常拥有习惯性或典型的知觉、记忆、思考等方面的解决问题的模式<sup>[22]</sup>。Tennant 认为这种模式可以体现出个体的特征以及其对经验和信息进行组织、加工的一贯、持久倾向<sup>[23]</sup>。也就是说,个体的判断决策会受到其信息加工方式和认知的显著影响<sup>[24]</sup>。总经理继任来源选择是一种决策,是作为主观“人”存在的董事会的选择,这不仅会受到客观存在的环境因素的影响,还会受到决策者自身认知能力的影响。大多数董事会成员是前任总经理继任来源的决策者,或者说是亲历者,拥有与总经理继任来源选择相关信息和亲历的认知。那么,董事会在面临同类决策时,这些信息和认知就会影响董事会的选择。

#### (三) 学习经验方面

Huber 认为,个体或者组织会从之前的行为中汲取经验,进而对之后的决策产生影响<sup>[25]</sup>。这种影响的产生是由于个体或者组织会学习从之前行为中获取的经验,也就是说,个体或者组织在获得经验后,会经历理解、传播、拓展和运用等一系列学习经验的过程。那么,董事会成员大都经历过前任总经理继任的具体程序或者了解前任总经理继任的相关信息,可以从中获取大量经验(如总经理选择的程序等)。另外,基于惯性理论,公司复杂的组织结构、庞大的组织人员和相互交织的利益会使得总经理继任者的选择程序难以改变<sup>[26]</sup>。因此,在面临同类决策时,董事会拥有的决策经验会影响当前的选择。例如,如果前任总经理来源于外部,董事会成员就拥有了从外部聘任总经理的经验,那么再次选择总经理时可能会受到之前经验的影响,更可能倾向于从外部聘任。

基于以上分析,本文提出如下假设:若前任总经理来源于公司内部,那么目标总经理来源于公司

内部的可能性更大;若前任总经理来源于公司外部,那么目标总经理来源于公司外部的可能性更大。

#### 四、研究设计

##### (一) 样本选择与数据来源

本文以 2007 年至 2012 年沪、深两市 A 股上市公司总经理继任事件为初始样本。之所以选择 2007 年至 2012 年为样本区间,原因在于为避免制度环境变化对研究结果的影响。同时,本文根据研究需要对样本进行了处理:(1)剔除只发生一次总经理继任事件的上市公司;(2)剔除金融类上市公司;(3)同一公司发生多次总经理继任以多次事件计入;(4)为保证董事会成员的稳定性,加之董事会成员的任期一般为 3 年,剔除两次总经理继任事件间隔期大于 3 年的样本;(5)剔除数据资料缺失的样本。经过上述筛选,本文得到的最终样本为发生在 2007 年至 2012 年间 1053 起总经理继任事件,其中内部继任事件 639 起,外部继任事件 414 起。本文所需数据来源于国泰安研究服务中心(简称国泰安)和巨潮资讯网发布的上市公司年报(相关数据资料不清晰的样本,笔者通过手工查阅年报进行确认)。

##### (二) 变量定义

表 2 给出了本文研究的因变量、自变量及控制变量的定义。为研究目标总经理继任来源的选择是否会受到之前总经理继任来源选择的影响,借鉴已有研究成果,本文定义继任前至少在公司工作一年的继任者为内部继任,否则为外部继任。目标总经理继任来源(*ENTELE*)为因变量,内部继任取值为 1,外部继任取值为 0。前任总经理继任来源(*PRO\_ENTELE*)为自变量,内部继任取值为 1,外部继任取值为 0。

表 2 变量定义表

| 变量名称      | 变量代码              | 变量定义                                  |
|-----------|-------------------|---------------------------------------|
| 目标总经理继任来源 | <i>ENTELE</i>     | 内部继任取值为 1,外部继任取值为 0                   |
| 前任总经理继任来源 | <i>PRO_ENTELE</i> | 内部继任取值为 1,外部继任取值为 0                   |
| 企业业绩      | <i>ROA</i>        | 高于总经理继任前三年经行业调整的平均业绩取值为 1,否则取值为 0     |
| 企业性质      | <i>TYPE</i>       | 企业最终控制人为政府取值为 1,否则取值为 0               |
| 企业规模      | <i>SIZE</i>       | 期末总资产的对数                              |
| 高管规模      | <i>TE_SCALE</i>   | 企业高级管理人员的总人数                          |
| 董事会规模     | <i>SCALE</i>      | 企业董事会成员数量                             |
| 独立董事比例    | <i>RATIO</i>      | 企业独立董事人数占董事会成员总数的比例                   |
| 两职兼任情况    | <i>DUAL</i>       | 企业董事长与总经理的两职兼任情况,兼任取值为 1,否则取值为 0      |
| 前任离职原因    | <i>DIMREAS</i>    | 常规离职取值为 1,否则取值为 0                     |
| 前任任期      | <i>TUOUR</i>      | 前任总经理任职总年限                            |
| 年份        | <i>YEAR</i>       | 以 2007 年为基准年,共设置 5 个虚拟变量              |
| 行业        | <i>INDUSTRY</i>   | 根据《上市公司行业分类指引》(2001 版)的标准,设置 20 个虚拟变量 |

注:除在任总经理来源根据目标年份进行测算外,其他变量数据均根据目标年份前一年数据进行计算。

企业层面的变量包括四项:(1)企业业绩(*ROA*)。本文选用总经理继任前三年<sup>①</sup>经行业调整的平均总资产净收益率(*ROA*)作为企业业绩衡量变量。如 2007 年的企业业绩由 2004 年、2005 年和 2006 年三年经行业调整的平均资产净收益率(*ROA*)得到,以此类推。因为绝对的 *ROA* 不能严格表示公司的业绩是好还是坏,所以本文采取相对业绩指标衡量公司业绩,即高于行业平均业绩取值为 1,否则取值为 0。(2)企业性质(*TYPE*)。公司最终控制人为政府取值为 1,否则取值为 0。(3)企业规模

<sup>①</sup>由于企业业绩为总经理继任前三年的平均总资产净收益率(*ROA*),本文在计算企业业绩时采用 2004 年至 2011 年的数据。

(*SIZE*),企业期末总资产的对数。(4)高管规模(*TE\_SCALE*),企业高管的总人数。

董事会层面的变量包括三项:(1)董事会规模(*SCALE*),公司董事会成员数量。(2)独立董事比例(*RATIO*),独立董事人数占全体董事人数的比例。(3)两职兼任情况(*DUAL*),董事长和总经理是否由一人担任,两职合一取值为1,否则取值为0。

总经理层面的变量:(1)前任总经理离职原因(*DIMREAS*),分为常规离职(工作调动、退休、任期届满、健康原因、完善公司法人治理结构、结束代理等)和非常规离职(控股权变动、辞职、解聘、涉案等)。常规离职取值为1,否则取值为0。(2)前任总经理任期(*TUOUR*),前任总经理任职总年限。此外,本文还控制了行业(*INDUSTRY*)和年份(*YEAR*)这两个虚拟变量。行业是根据中国证监会制定的《上市公司行业分类指引》(2001版)标准来划分的,但由于制造业的数量和差异较大,本文将制造业按照二级代码分类,其他行业按一级代码分类。剔除金融类行业后,本文研究样本共涉及21个行业子类,引入20个虚拟变量(*INDUSTRY\_i*,  $i=1,2,\dots,20$ );年份变量以2007年为基准年,共设置5个虚拟变量(*YEAR\_j*,  $j=2008,2009,\dots,2012$ )。

## 五、实证分析

### (一) 回归模型

鉴于本文因变量为(0,1)二元变量,因此采用 Logistic 回归方法,并构建如下回归模型:

$$\text{Logistic}(ENTELE) = a_1 + a_2 \text{PRO\_ENTELE} + a_3 \text{Control} + \mu$$

### (二) 描述性统计与相关性分析

表3为样本的描述性统计结果。由表3可知,目标总经理(*ENTELE*)来源于公司内部样本占总样本的60.7%,前任总经理(*PRO\\_ENTELE*)来源于公司内部样本占总样本的61.0%,说明我国上市公司更换总经理时更倾向于从内部选拔,且目标总经理与前任总经理继任来源选择基本未发生变化,这为本文所预测的公司存在总经理来源选择偏好提供了一定证据。

下页表4为变量间的相关性分析结果。由表4可见,变量间的相关系数较小,说明不存在严重的多重共线性问题。其中,在任总经理继任来源(*ENTELE*)与前任总经理继任来源(*PRO\\_ENTELE*)之间的相关系数在5%水平下显著为正,说明当前任总经理来源于公司内部(外部)时,在任总经理来源于公司内部(外部)的可能性更大,这初步验证了本文所提出的假设。

### (三) 模型回归结果

下页表5为模型回归结果。模型1为仅包括控制变量的基准模型回归结果。从模型1的回归结果可以看出,企业性质(*TYPE*)的回归系数显著为负,说明与私营企业相比,国有企业更倾向于从公司外部聘任总经理,这与党晓龙和张德的研究结论<sup>[27]</sup>相反,原因可能是:(1)样本区间差异较大;(2)2007年之后,随着国企改革的深入和市场竞争压力的加大,国企总经理选择的市场化趋向已见成效。企业规模(*SIZE*)的回归系数显著为正,说明企业规模越大,总经理来源于内部的可能性越大,这与Dalton和Kesner的研究结论<sup>[1]</sup>相一致。前任总经理任期(*TUOUR*)的回归系数为正,说明前任总经理任期越长,总经理来源于企业内部的可能性越大。

表3 描述性统计结果

| 变量                 | 均值     | 中位数    | 最小值    | 最大值    | 标准差   |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|-------|
| <i>ENTELE</i>      | 0.607  | 1.000  | 0.000  | 1.000  | 0.489 |
| <i>PRO\_ENTELE</i> | 0.610  | 1.000  | 0.000  | 1.000  | 0.488 |
| <i>ROA</i>         | 0.390  | 0.000  | 0.000  | 1.000  | 0.488 |
| <i>TYPE</i>        | 0.538  | 1.000  | 0.000  | 1.000  | 0.499 |
| <i>SIZE</i>        | 21.183 | 21.124 | 14.108 | 26.022 | 1.394 |
| <i>TE_SCALE</i>    | 5.630  | 5.000  | 2.000  | 17.000 | 2.199 |
| <i>SCALE</i>       | 8.774  | 9.000  | 4.000  | 17.000 | 1.840 |
| <i>RATIO</i>       | 0.370  | 0.333  | 0.167  | 0.667  | 0.056 |
| <i>DUAL</i>        | 0.165  | 0.000  | 0.000  | 1.000  | 0.372 |
| <i>DIMREAS</i>     | 0.657  | 1.000  | 0.000  | 1.000  | 0.475 |
| <i>TUOUR</i>       | 1.935  | 1.800  | 0.000  | 12.250 | 1.352 |

表 4 相关性分析结果

| 变量         | ENTELE   | PRO_ENTELE | ROA      | TYPE      | SIZE      | TE_SCALE  | SCALE     | RATIO | DUAL   | DIMREAS | TUOUR |
|------------|----------|------------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-------|--------|---------|-------|
| ENTELE     | 1.000    |            |          |           |           |           |           |       |        |         |       |
| PRO_ENTELE | 0.077 *  | 1.000      |          |           |           |           |           |       |        |         |       |
| ROA        | 0.066 *  | 0.105 **   | 1.000    |           |           |           |           |       |        |         |       |
| TYPE       | -0.041   | 0.019      | -0.004   | 1.000     |           |           |           |       |        |         |       |
| SIZE       | 0.110 ** | 0.119 **   | 0.200 ** | 0.338 **  | 1.000     |           |           |       |        |         |       |
| TE_SCALE   | 0.071 *  | 0.051      | 0.111 ** | 0.231 **  | 0.362 **  | 1.000     |           |       |        |         |       |
| SCALE      | 0.041    | 0.029      | 0.105 ** | 0.216 **  | 0.252 **  | 0.349 **  | 1.000     |       |        |         |       |
| RATIO      | 0.028    | -0.019     | -0.011   | -0.059    | -0.037    | -0.118 ** | -0.384 ** | 1.000 |        |         |       |
| DUAL       | -0.008   | 0.078 *    | 0.032    | -0.116 ** | -0.118 ** | -0.095 ** | -0.094 ** | 0.035 | 1.000  |         |       |
| DIMREAS    | -0.008   | 0.087 **   | 0.012    | 0.084 **  | 0.116 **  | 0.039     | 0.013     | 0.026 | 0.009  | 1.000   |       |
| TUOUR      | 0.061 *  | 0.022      | 0.066 *  | 0.140 **  | 0.117 **  | 0.069 *   | 0.058     | 0.000 | -0.042 | 0.063 * | 1.000 |

注: \*、\*\* 分别表示 5%、1% 的显著性水平。

表 5 模型回归结果

| 变量              | 模型 1                   | 模型 2                   | 模型 3                   | 模型 4                  | 模型 5                | 模型 6                   |
|-----------------|------------------------|------------------------|------------------------|-----------------------|---------------------|------------------------|
| PRO_ENTELE      |                        | 0.269 **<br>(2.026)    | 0.230 *<br>(1.706)     | 0.290 **<br>(2.175)   | 0.295 **<br>(2.212) | 0.241 *<br>(1.772)     |
| ROA             | 0.189<br>(1.320)       | 0.122<br>(0.893)       | 0.196<br>(1.375)       |                       |                     | 0.171<br>(1.194)       |
| TYPE            | -0.401 ***<br>(-2.708) | -0.413 ***<br>(-2.917) | -0.358 **<br>(-2.456)  |                       |                     | -0.397 ***<br>(-2.677) |
| SIZE            | 0.151 ***<br>(2.610)   | 0.159 ***<br>(2.918)   | 0.153 ***<br>(2.671)   |                       |                     | 0.143 **<br>(2.451)    |
| TE_SCALE        | 0.025<br>(0.704)       | 0.041<br>(1.215)       | 0.030<br>(0.889)       |                       |                     | 0.024<br>(0.684)       |
| SCALE           | 0.039<br>(0.933)       | 0.035<br>(0.835)       |                        | 0.064<br>(1.631)      |                     | 0.039<br>(0.926)       |
| RATIO           | 1.581<br>(1.231)       | 1.684<br>(1.348)       |                        | 1.820<br>(1.433)      |                     | 1.617<br>(1.258)       |
| 4               | 0.001<br>(0.006)       | -0.028<br>(-0.160)     |                        | -0.054<br>(-0.308)    |                     | -0.026<br>(-1.146)     |
| DIMREAS         | -0.113<br>(-0.804)     | -0.108<br>(-0.790)     |                        |                       | -0.119<br>(-0.856)  | -0.131<br>(-0.929)     |
| TUOUR           | 0.098 *<br>(1.915)     | 0.091 *<br>(1.798)     |                        |                       | 0.102 **<br>(2.011) | 0.098 *<br>(1.899)     |
| INDUSTRY        | YES                    | NO                     | YES                    | YES                   | YES                 | YES                    |
| YEAR            | YES                    | NO                     | YES                    | YES                   | YES                 | YES                    |
| C               | -4.627 ***<br>(-3.585) | -4.158 ***<br>(-3.421) | -3.801 ***<br>(-3.278) | -1.842 **<br>(-2.426) | -0.116<br>(-0.285)  | -4.573 ***<br>(-3.534) |
| ALL             | -0.644                 | -0.654                 | -0.646                 | -0.652                | -0.652              | -0.643                 |
| MR <sup>2</sup> | 0.038                  | 0.024                  | 0.036                  | 0.027                 | 0.027               | 0.041                  |
| LR              | 57.143                 | 33.458                 | 50.848                 | 37.517                | 38.638              | 57.276                 |
| Prob(LR)        | 0.012                  | 0.000                  | 0.007                  | 0.108                 | 0.068               | 0.008                  |
| 样本数             | 1053                   | 1053                   | 1053                   | 1053                  | 1053                | 1053                   |

注:括号内为 z 值, \*、\*\*、\*\*\* 分别表示 10%、5%、1% 的显著性水平。

表5中模型6是在模型1的基础上引入前任总经理继任来源(*PRO\_ENTELE*)这一变量所得到的回归结果。在模型6的回归结果中,可决系数(McFadden R-squared)、系数整体的显著性(LR statistic)和模型的显著性(Probability)均有了一定程度的提升,说明回归结果具有可信度。出于稳健性的考虑,本文还给出了另外4种情况的回归结果:模型2是未控制行业和年份这两个虚拟变量的回归结果,模型3是未控制董事会层面和总经理层面诸多变量影响的回归结果,模型4是未控制企业层面和总经理层面诸多变量影响的回归结果,模型5是未控制企业层面和董事会层面诸多变量影响的回归结果。从模型2至模型5的回归结果来看,无论在何种情况下,前任总经理继任来源(*PRO\_ENTELE*)的回归系数都分别在5%和10%水平下显著为正,表明前任总经理继任来源(*PRO\_ENTELE*)与目标总经理继任来源(*ENTELE*)正相关,即当前任总经理来源于内部时,目标总经理源于内部的可能性更大;当前任总经理来源于外部时,目标总经理源于外部的可能性更大,这验证了本文所提假设。

(四) 关于董事会层面和总经理层面调节效应的检验结果

为了进一步考察董事会层面和总经理层面对董事会可能存在的决策偏好的影响,本文分别对董事会规模(*SCALE*)、独立董事比例(*RATIO*)、两职兼任情况(*DUAL*)、前任总经理离职原因(*DIMREAS*)和前任总经理任期(*TUOUR*)等董事会层面的变量采用样本分组方法加以检验,具体回归结果如表6所示。

表6 调节效应回归结果

| 变量                | 模型1                    | 模型2                  | 模型3                    | 模型4                 | 模型5                | 模型6                    | 模型7                    | 模型8                   | 模型9                    | 模型10                   |
|-------------------|------------------------|----------------------|------------------------|---------------------|--------------------|------------------------|------------------------|-----------------------|------------------------|------------------------|
| <i>PRO_ENTELE</i> | 0.096<br>(0.630)       | 0.790 **<br>(1.977)  | 0.038<br>(0.191)       | 0.418 **<br>(2.048) | -0.100<br>(-0.230) | 0.256 *<br>(1.708)     | 0.262<br>(1.510)       | 0.274<br>(1.107)      | -0.067<br>(-0.339)     | 0.544 ***<br>(2.660)   |
| <i>ROA</i>        | 0.234<br>(1.475)       | -0.537<br>(-1.240)   | 0.204<br>(1.008)       | 0.258<br>(1.153)    | 0.517<br>(1.296)   | 0.088<br>(0.554)       | 0.216<br>(1.198)       | 0.138<br>(0.526)      | 0.154<br>(0.718)       | 0.198<br>(0.947)       |
| <i>TYPE</i>       | -0.390 **<br>(-2.415)  | -0.862 *<br>(-1.764) | -0.502 **<br>(-2.493)  | -0.282<br>(-1.153)  | -0.392<br>(-0.914) | -0.426 ***<br>(-2.593) | -0.176<br>(-0.949)     | -0.647 **<br>(-2.339) | -0.811 ***<br>(-3.637) | -0.084<br>(-0.389)     |
| <i>SIZE</i>       | 0.132 **<br>(2.073)    | 0.118<br>(0.663)     | 0.270 ***<br>(3.097)   | 0.030<br>(0.334)    | 0.109<br>(0.745)   | 0.177 ***<br>(2.675)   | 0.076<br>(1.056)       | 0.285 ***<br>(2.626)  | 0.181 **<br>(2.056)    | 0.143 **<br>(1.711)    |
| <i>TE_SCALE</i>   | 0.035<br>(0.873)       | -0.021<br>(-0.255)   | -0.025<br>(-0.518)     | 0.087<br>(1.531)    | -0.081<br>(-0.698) | 0.038<br>(1.006)       | 0.049<br>(1.124)       | -0.085<br>(-1.303)    | -0.054<br>(-1.063)     | 0.108 **<br>(2.031)    |
| <i>SCALE</i>      |                        |                      | 0.104<br>(1.391)       | 0.022<br>(0.400)    | 0.015<br>(0.089)   | 0.038<br>(0.839)       | 0.054<br>(1.008)       | 0.057<br>(0.729)      | 0.045<br>(0.690)       | 0.017<br>(0.283)       |
| <i>RATIO</i>      | 0.573<br>(0.457)       | 10.710 **<br>(1.978) |                        |                     | -2.795<br>(-0.590) | 1.834<br>(1.309)       | 2.611<br>(1.568)       | -0.001<br>(-0.000)    | 0.560<br>(0.304)       | 2.068<br>(1.043)       |
| <i>DUAL</i>       | -0.064<br>(-0.331)     | 0.774<br>(1.160)     | -0.118<br>(-0.455)     | 0.048<br>(0.179)    |                    |                        | 0.087<br>(0.386)       | -0.358<br>(-1.052)    | -0.005<br>(-0.019)     | -0.019<br>(-0.064)     |
| <i>DIMREAS</i>    | -0.183<br>(-1.176)     | -0.218<br>(-0.524)   | -0.121<br>(-0.611)     | -0.183<br>(-0.840)  | 0.109<br>(0.267)   | -0.225<br>(-1.435)     |                        |                       | -0.005<br>(-0.026)     | -0.231<br>(-1.073)     |
| <i>TUOUR</i>      | 0.074<br>(1.286)       | 0.360 **<br>(2.373)  | 0.128 *<br>(1.745)     | 0.056<br>(0.737)    | 0.006<br>(0.055)   | 0.147 **<br>(2.404)    | 0.098<br>(1.623)       | 0.077<br>(0.706)      |                        |                        |
| <i>C</i>          | -4.224 ***<br>(-3.036) | -4.502<br>(-1.175)   | -7.760 ***<br>(-4.126) | -0.527<br>(-0.301)  | 0.051<br>(0.013)   | -5.468 ***<br>(-3.760) | -4.202 ***<br>(-2.614) | -6.107 **<br>(-2.481) | -3.176<br>(-1.637)     | -5.410 ***<br>(-2.864) |
| <i>INDUSTRY</i>   | Yes                    | Yes                  | Yes                    | Yes                 | Yes                | Yes                    | Yes                    | Yes                   | Yes                    | Yes                    |
| <i>YEAR</i>       | Yes                    | Yes                  | Yes                    | Yes                 | Yes                | Yes                    | Yes                    | Yes                   | Yes                    | Yes                    |
| <i>ALL</i>        | -0.646                 | -0.506               | -0.623                 | -0.618              | -0.569             | -0.633                 | -0.636                 | -0.595                | -0.628                 | -0.607                 |
| <i>MR2</i>        | 0.045                  | 0.196                | 0.088                  | 0.048               | 0.155              | 0.054                  | 0.053                  | 0.110                 | 0.070                  | 0.085                  |
| <i>LR</i>         | 52.770                 | 48.193               | 66.588                 | 30.659              | 36.425             | 63.759                 | 49.183                 | 52.838                | 50.189                 | 59.464                 |
| <i>Prob(LR)</i>   | 0.016                  | 0.019                | 0.000                  | 0.534               | 0.195              | 0.001                  | 0.035                  | 0.016                 | 0.028                  | 0.003                  |
| 样本                | 不大于<br>9人              | 大于9人                 | 不高于<br>1/3比例           | 高于<br>1/3比例         | 两职合一               | 两职分离                   | 常规离职                   | 非常规<br>离职             | 不长于<br>1.8年            | 长于<br>1.8年             |
| 观测数               | 858                    | 195                  | 556                    | 497                 | 174                | 879                    | 692                    | 361                   | 528                    | 525                    |

注:括号中为z值,\*、\*\*、\*\*\*分别表示10%、5%、1%的显著性水平。

表 6 中的模型 1 和模型 2 是关于董事会规模的分组检验结果。根据董事会规模的中位数进行分类,将样本分为低样本组(董事会成员少于或等于 9 人)和高样本组(董事会成员多于 9 人),模型 1 和模型 2 分别是低样本组和高样本组的回归结果。回归结果表明,前任总经理继任来源(*PRO\_ENTELE*)的回归系数在高样本组显著为正,而在低样本组未达到 10% 的显著性水平,说明董事会规模越大,目标总经理继任来源越容易受到前任总经理继任来源的影响。也就是说,董事会规模越大,存在总经理继任来源选择偏好的可能性越大。

表 6 中的模型 3 和模型 4 是关于独立董事比例的分组检验结果。由于 2001 年证监会发布的《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》要求上市公司董事会成员中应当至少包括 1/3 独立董事,因此本文按照 1/3 标准将样本分为低样本组(独立董事比例小于或等于 1/3)和高样本组(独立董事比例大于 1/3),模型 3 和模型 4 分别是低样本组和高样本组的回归结果。回归结果表明,前任总经理继任来源(*PRO\_ENTELE*)的回归系数在高样本组显著为正,而在低样本组未达到 10% 的显著水平,说明独立董事比例越高,目标总经理继任来源选择越容易受到前任总经理继任来源的影响。

表 6 中的模型 5 和模型 6 是关于两职兼任情况的分组检验结果。本文根据两职兼任情况将样本分为两职兼任样本组和两职分离样本组,回归结果见模型 5 和模型 6。回归结果表明,前任总经理继任来源(*PRO\_ENTELE*)的回归系数在两职分离组显著为正,而在两职合一组未达到 10% 的显著水平,说明在两职分离情况下,目标总经理继任来源选择更容易受到前任总经理继任来源的影响。

表 6 中的模型 7 和模型 8 是前任总经理离职原因的分组检验结果。本文根据总经理离职原因将样本分为常规离职样本组和非常规离职样本组,回归结果见模型 7 和模型 8。回归结果表明,前任总经理继任来源(*PRO\_ENTELE*)的回归系数在两组样本中均未达到 10% 的显著性水平,说明前任总经理离职原因对董事会是否存在总经理继任来源选择偏好并无显著影响。

表 6 中的模型 9 和模型 10 是前任总经理任期的分组检验结果。本文按照前任总经理任期的中位数(1.8 年)将样本分为短任期组(任期短于或等于 1.8 年)和长任期组(任期长于 1.8 年),模型 9 和模型 10 分别是短任期组和长任期组的回归结果。回归结果表明,前任总经理继任来源(*PRO\_ENTELE*)的回归系数在长任期组显著为正,而在短任期组未达到 10% 的显著水平,说明前任总经理任期越长,目标总经理继任来源越容易受到前任总经理继任来源的影响。

#### (五) 稳健性检验

为验证前文所得结果的稳健性,本文还进行了如下测试:一是采用 Probit 回归方法对上述模型进行重新检验,结果显示变量系数的符号及显著性均未发生变化。二是进行单变量检验,结果显示除企业业绩和高管任期变量(均达到 5% 的显著性水平)及企业性质变量(未达到 10% 的显著性水平)的显著性水平发生变化外,其他变量的系数符号及显著性均未发生变化。三是前文对前任总经理继任来源变量进行测量时是根据目标总经理继任考察期“前三年”加以判定的,本文还分别检验了目标考察期“前两年”和“前四年”的总经理继任来源对目标总经理继任来源的影响,检验结果与前文相一致。总体而言,以上检验均证明了前文所得结论的稳健性。

## 六、结论与启示

本文通过实证研究发现,董事会选择总经理继任来源时会存在决策偏好,即当前任总经理来源于公司内部时,目标总经理来源于内部的可能性更大;而当前任总经理来源于公司外部时,目标总经理来源于外部的可能性更大。在进一步考察董事会层面和总经理层面对董事会决策偏好的作用后发现,董事会规模、独立董事比例、两职兼任情况、前任总经理任期等因素对董事会选择总经理继任来源均有影响,即董事会规模越大,董事会存在总经理继任来源选择偏好的可能性越大;独立董事所占比例越高,董事会存在总经理继任来源选择偏好的可能性越大;在两职分离的情况下,董事会存在总



理继任来源选择偏好的可能性更大;前任总经理任期越长,董事会存在总经理继任来源选择偏好的可能性越大。

由本文结论我们得到以下启示:(1)有关总经理继任来源的现有研究主要关注企业层面和总经理层面等客观因素,并未着重考虑董事会在总经理继任来源选择上处于决策主体位置,本文研究发现董事会对总经理继任来源选择起着非常重要的作用。(2)现有从董事会层面研究总经理继任来源的文献大都将董事会视为客观影响因素,而未将董事会视为由“有限理性的人”组成的群体,也就是说,忽视了决策会受到个体认知风格、经验等因素的影响,因此要全面系统地考察董事会对总经理继任来源的影响,就要将董事会作为“有限理性”群体这一主观方面的因素考虑在内。(3)董事会特征、董事会结构等对董事会是否存在总经理继任来源选择偏好有影响。

本文所得结论也会为企业内部和外部的相关利益主体提供有益的实践启示:(1)企业内、外部的管理者志在成为企业总经理时不仅要考虑自身所处的主观和客观环境,还应将董事会决策偏好等因素考虑在内。如果一家企业之前的总经理一直倾向于从内部选择,那么相比于企业内部的管理者,企业外部的管理者或者职业经理人成为该企业总经理的可能性自然要小。(2)与企业有关的客观因素会影响董事会的决策偏好。如果前任总经理因非常规原因而离职,则该企业董事会选择总经理继任来源的偏好可能会有所改变,那么志在成为该企业总经理的内外部管理者或者职业经理人要将这一因素考虑在内,以便做出合理的选择。

#### 参考文献:

- [1] Dalton D R, Kesner I F. Organizational performance as an antecedent of inside/outside chief executive succession: an empirical assessment[J]. *Academy of Management Journal*, 1985, 28: 749 - 762.
- [2] Kensner I F, Sebor T C. Executive succession: past, present & future[J]. *Journal of Management*, 1994, 20: 327 - 372.
- [3] 李新春, 苏晓华. 总经理继任: 西方理论和我国的实践[J]. *管理世界*, 2001(4): 145 - 152.
- [4] Thomas E C, William L M. CEO turnover: causes and interpretations[J]. *Business Horizons*, 1990, 33: 47 - 51.
- [5] Zhang Yan, Rajagopalan N. Once an outsider, always an outsider? CEO origin, strategic change, and firm performance[J]. *Strategic Management Journal*, 2010, 31: 334 - 346.
- [6] Parrino R. CEO turnover and outside succession: a cross-sectional analysis[J]. *Journal of Financial Economics*, 1997, 46: 165 - 197.
- [7] Furtado E, Rozeff M S. The wealth effects of company initiated management changes[J]. *Journal of Financial Economics*, 1987, 18: 147 - 160.
- [8] 辛立国, 马磊. 上市公司高管继任模式选择的实证研究[J]. *产业经济评论*, 2009(4): 90 - 101.
- [9] Hermalin B E. Trends in corporate governance[J]. *The Journal of Finance*, 2005, 60: 2351 - 2384.
- [10] Goyal V K, Park C W. Board leadership structure and CEO turnover[J]. *Journal of Applied Corporate Finance*, 2002, 8: 49 - 66.
- [11] Allgood S, Farrell K A. The match between CEO and firm[J]. *Journal of Business*, 2003, 6: 317 - 341.
- [12] 王冰洁, 井润田. CEO继任决策及其影响: 以中国上市公司为例[J]. *管理学家*, 2011(2): 20 - 34.
- [13] Simon H A. Rationality as process and product of thought[J]. *American Economic Review*, 1978, 68: 1 - 16.
- [14] Bazerman M H. Judgment in managerial decision making[M]. 5th edition. New York: John Wiley & Sons, 2002.
- [15] Tversky A, Kahneman D. Judgment under uncertainty: heuristics and biases[J]. *Science*, 1974, 185: 1124 - 1131.
- [16] Maleomson J M. Rank-order contracts for a principal with many agents[J]. *The Review of Economic Studies*, 1986, 53: 807 - 817.
- [17] Davidson W N, Worrell D L. The impact of announcements of corporate legalities on shareholder returns[J]. *Academy of*

- Management Journal, 1988, 31:195 - 200.
- [18] Cheng Chupai, Spires E E. Perceptions of accuracy and effort of decision strategies[J]. Organizational Behavior and Human Decision Processes, 2003, 91:203 - 214.
- [19] Haleblan J J, Kim J Y J, Rajagopalan N. The influence of acquisition experience and performance on acquisition behavior: evidence from the US commercial banking industry[J]. Academy of Management Journal, 2006, 49:357 - 370.
- [20] Friedman M. Price theory[M]. Chicago: Aldine, 1976.
- [21] Hastie R. Problems for judgment and decision making[J]. Annual Review of Psychology, 2001, 52: 653 - 683.
- [22] Allport G W. Personality: a psychological interpretation[M]. New York: Holt, Rinehart, & Winston, 1937.
- [23] Tennant M. Psychology and adult learning[M]. London: Rontledge, 1988.
- [24] 张文慧, 张志学, 刘雪峰. 决策者的认知特征对决策过程及企业战略选择的影响[J]. 心理学报, 2005 (3): 373 - 381.
- [25] Huber G P. Organizational learning: the contributing processes and the literatures[J]. Organization Science, 1991, 2: 88 - 115.
- [26] Lieberman S, O'Connor J F. Leadership and organizational performance: a study of large corporations[J]. American Sociological Review, 1972, 37:117 - 130.
- [27] 党晓龙, 张德. 我国大型国有企业经营者继任的现状分析[J]. 清华大学学报, 2004 (1): 60 - 64.

[责任编辑:王丽爱,黄 燕]

## The Empirical Analysis on Selection Preference of CEO Succession Origin

CHEN Gang

(School of Business Administration, Dongbei University of Finance and Economics, Dalian, Liaoning Province, 116025)

**Abstract:** Taking the data in China's Listed companies from 2007 to 2012 as a sample, with the relationship between the CEO succession origin and the selection preference of board as the starting point, this paper studies whether the board of directors has the selection preference of CEO succession origin from the perspectives of decision-making fuzziness, cognitive style and learning theory. The study finds that when making decisions about selecting a new CEO, the board of directors would consider the former CEO's succession origin. Specifically, if the former CEO is an internal successor, the new CEO is more likely to come from internal of the company; if the former CEO is an external successor, the new CEO is more likely to come from external of the company. In addition, the paper, in the further validation of the influence of the board and CEO levels on the selection preferences of CEO successor origin, finds that in these cases (that is in the of board of directors with larger scale and the higher proportion of independent directors, the longer tenure of former CEO, the more likely of the new CEO succession origin), there is bigger possibility of selection preferences.

**Key Words:** size of the board of directors; CEO succession origin; corporate governance; corporate performance; enterprise scale; selection preference of the board of directors; decision-making of CEO