

2021

Analysis of the causes of executive change in GEM listed companies from perspective of internal governance

Ao GUO

chool of Management, Shanghai University of Engineering and Technology, China

Ting YU

chool of Management, Shanghai University of Engineering and Technology, China

Follow this and additional works at: <https://jstm.researchcommons.org/journal>

Recommended Citation

GUO, Ao and YU, Ting (2021) "Analysis of the causes of executive change in GEM listed companies from perspective of internal governance," *Journal of Science and Technology Management*: Vol. 23: Iss. 4, Article 12.

DOI: 10.16315/j.stm.2021.04.012

Available at: <https://jstm.researchcommons.org/journal/vol23/iss4/12>

This Human Resource Management is brought to you for free and open access by Journal of Science and Technology Management. It has been accepted for inclusion in Journal of Science and Technology Management by an authorized editor of Journal of Science and Technology Management.

Creative Commons License



This work is licensed under a [Creative Commons Attribution-NonCommercial-No Derivative Works 4.0 International License](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/).

人力资源管理

文章编号:1008-7133(2021)04-0090-09

内部治理视角下创业板上市医药公司高管变动动因研究

郭傲, 于挺

(上海工程技术大学 管理学院, 上海 201620)

摘要:研究以截止2019年创业板上市的70家医药公司高管变更现象作为实证研究对象,探讨在公司内部治理视角下高管变更现象的前因条件,分析董事会领导结构、董事会规模、董事会监管力度、董事会构成、股权集中度和股权激励等因素的交互作用。通过使用模糊集定性比较分析方法,探索性的识别出4种类别的公司治理形式,即监管薄弱型、协调失衡型、高度集权型和股权主导型。存在上述4种公司治理形式的公司容易产生高管变更。从两职合一和两职分离2种情况给出建议,并提出建立合理的激励机制可以有效防止高管的非正常变更。

关键词:公司治理;高管变更;创业板;医药行业;QCA

DOI:10.16315/j.stm.2021.04.012

中图分类号:F 272.91;F 272.92 **文献标志码:**A

Analysis of the causes of executive change in GEM listed companies from perspective of internal governance

GUO Ao, YU Ting

(School of Management, Shanghai University of Engineering and Technology, Shanghai 201620, China)

Abstract: The purpose of the paper is to study the change of executives of 70 pharmaceutical companies listed on GEM as an empirical research object, to explore the antecedents of the change of executives from the perspective of internal governance, and to analyze the interaction of board leadership structure, board size, board supervision, board composition, equity concentration and equity incentive. By using fuzzy set qualitative comparative analysis method, four types of corporate governance were identified, namely, weak supervision, unbalance coordination, high centralization and equity dominance. There are four forms of corporate governance that are easy to produce executive change. It is suggested that the establishment of reasonable incentive mechanism can effectively prevent the abnormal change of executives.

Keywords: corporate governance; executive turnover; growth enterprise; pharmaceutical industry; QCA

所有权和经营权的分离,由此产生的委托—代理关系是现代公司治理的逻辑起点。股东作为委托人将公司的经营管理委托给代理人——高管,由于存在信息不对称的因素,在股东与高管利益不一致的情况下,高管会为了追求个人利益而做出损害股

东利益的行为,由此引发的高管变更现象,进一步反映了公司绩效和公司治理效率的现状,如何减少高管变更现象的产生,国内外学者在纵向深入和横向比较方面做了详细的讨论。纵向方面主要是按照公司内部治理体系,按照“股东—董事会—高管”的模式进行讨论,发现股东的行为和董事会的特征对于高管变更行为有显著影响,横向比较主要是从公司外部治理环境进行讨论,包括行业之间、市场竞争、制

收稿日期:2020-12-07

作者简介:郭傲(1996—),女,硕士研究生;

于挺(1969—),女,副教授,博士。

度管控对于高管权责的约束引发的变更行为的影响。

创业板作为对主板市场的补充,为那些新兴产业、拥有创新商业模式、增长潜力巨大和科技含量高的中小型企业提供融资途径^[1],我国创业板自2009年开板以来,“三高”现象与高管离职减持成为了投资者关注的焦点问题^[2],高管离职的类型多数为非正常离职,包括主动请辞和被迫辞退,且此类现象多归因于个人,少数为正常换届和退休,其中个人原因总是负面的,例如投资失误、道德问题、套现行为和薪酬差距,对公司的股价、绩效、盈余管理、信息披露、企业成长性和核心竞争力等方面造成负向影响,因此对高管变更行为的动因进行探究就十分必要。

第一批在创业板上市的28家企业中就有6家

医药行业的相关企业,十余年来,创业板上市企业数量一直在递增,截止2019年3月1日,创业板各行业上市公司数量,如图1所示。从整体市值规模来看,前3名的行业分别是医药生物9148.20亿元,占比18.45%,其后是信息技术行业8178.44亿元,占比16.49%,第三名是电子设备行业5382.93亿元,医药行业相关的企业市值规模最大,同时,伴随着高管离职人数也在逐年上升,如表1所示。医药企业作为高新技术企业,位于医药产业的上游,在药品研发、制作和创新等方面取得的成就无一不彰显我国的高新技术水平和国民健康保障水平,现有研究较少专门针对于医药企业的高管变更现象进行深入探讨。

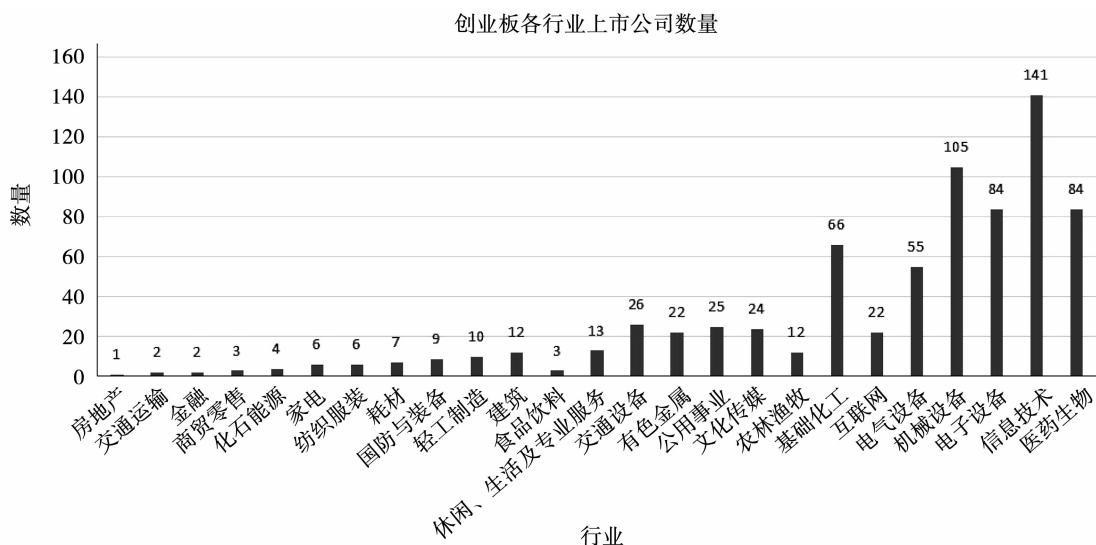


图1 创业板各行业上市公司数量

表1 近五年创业板上市医药行业相关企业高管离职率统计

年份	高管总人数	离职总人数	离职率/%
2015	985	31	3.15
2016	1 228	150	12.21
2017	1 424	217	15.24
2018	1 369	163	11.91
2019	1 390	191	13.74

1 文献综述与理论基础

Berle等^[3]认为由于所有权和控制权的分离,现代公司的股东和管理者之间存在着潜在的利益分歧。Jensen等^[4]的代理理论强调管理者可能会寻求自己的最大化效用曲线,而损害公司价值^[4]。为了减少损失,在不断变化的经济条件和商业周期中,通过内部和外部公司治理机制的干预来保证管理质量。董事会的监督、大股东的干预、债务市场的纪

律、产品市场的竞争压力控制着管理行为^[5]。董事会是控制-激励权衡的核心,有权决定管理控制和管理奖励的水平^[6]。正如Lorsch等^[7]指出董事会的主要职责之一是决定是否更换或保留CEO。他们行使这些权利的方式和条件可能对公司治理产生重要影响。进而一步,对高管变革决定因素的理解有助于评估公司治理结构的有效性。

从董事会领导结构来看,两职合一会影响决策和对高管监控的有效性。Fama等^[8]认为决策管理和决策控制集中在一个人身上降低了董事会监测高层管理的有效性。Goyal等^[9]记录了CEO更替对公司绩效的敏感性与CEO和董事长职责的结合之间的负面关系。换句话说,他们认为缺乏独立领导的公司——合并CEO和董事长职位,使董事会很难剔除业绩不佳的管理者。设立一级董事会的组织在董事会和CEO之间产生了模棱两可的责任,为后者提

供了过度的权力,并造成了效率低下、行为不端和治理不善。

就董事会规模而言,Yermack^[10]发现了董事会规模与公司价值之间的显著反比关系。董事会规模会影响董事会决策的质量,尤其是在对高管进行评估来决定他的去留问题上。一方面,各董事会成员之间对于高管的评估是相对独立的,庞大的董事会规模会恶化成员之间的协调问题。在一个大的董事会中,成员之间的协调问题可能导致生产力的损失,这可能抵消大量董事的收益。同样,董事会规模影响董事会成员之间决策制定过程的协调效果。较大的董事会往往效率较低,降低了CEO离职与公司绩效的敏感性关系。

另外,独立董事比例也会影响决策的走向,一方面可以降低异议成本,另一方面可以确保以非正式的方式进行决议和投票。Thomas等^[11]指出最优的董事会构成会使得股东价值最大化。Gillette等^[12]从理论上和实验上表明,当机构问题特别严重时,让不知情的外人控制董事会可以防止效率低下的结果。现有研究表明董事会的独立性与其作为管理业绩监测者的有效性之间的关系^[13]。Weisbach^[14]发现当外部人员构成董事会的大多数时,CEO的更替对公司绩效更敏感。Hermalin等^[15]指出在公司业绩不佳后,董事会更有可能增加外部董事,这表明外部董事担任有用的监测职能。ELIEZER等^[16]认为外部董事主导的董事会比内部主导的董事会更有可能因业绩不佳而解雇CEO。他们的研究指出,当大多数外部董事很忙的情况下,强迫CEO更替对公司绩效不敏感,即使董事会由外部董事主导。但不是说外部董事越多越好,Anup等^[17]指出董事会监控CEO的能力取决于是否有强大、有动力和独立的董事。董事会独立性是公司治理的关键机制,因为独立董事在监控管理者时面临较小的约束。独立董事对于高管的股权激励也会产生影响。Mehran^[18]发现高管基于股权的薪酬比例与董事会外部董事的比例呈正相关。虽然CEO的离职-绩效敏感性与IDB在OLS和概率回归中的存在无关,但是在考虑内生性后,这种关系显著为正。因此,独立董事的百分比越高,强迫CEO离职的概率就越高。

董事会会议次数也可以体现董事会对于高管的监测力度。董事会会议上,高管会进行决策的信息披露,来征求董事的建议,因此降低了自己的控制利益,同时董事会更加密集的监视他,不要求高管过多的披露信息在某些程度上可以使公司的价值最大化^[19]。

股权集中度对于高管变更的影响体现在2个方

面,正如Aghion等^[20]提出关于公司治理的理论和实证研究集中在任何治理体系的2个方面:股东的控制和管理者的激励。高管和股东的关系涉及投资方面的利益,投资失利会导致高管迫于股东的压力决定离职。这表明内部控制机制有助于约束偏离价值最大化的管理者。文献通常预测,股东更有可能对管理施加控制,因为他们的股份足以抵消控制成本。监测的动机在不同类型的大股东之间也可能不同。Shleifer等^[21]认为大股东可以缓解搭便车问题,并在治理中发挥核心作用,因为他们可以通过代理斗争或收购威胁永久地对管理团队和最高管理者施加压力。在研究日本公司的样本时,Kaplan等^[22]报告表明大股东的存在增加了当公司绩效不佳时高管更替的可能性。同样,当董事会中股东代表的比例很高,导致CEO被迫辞职的可能性更高。然而,Franks等^[23]的研究表明,大股东的存在与德国公司的CEO更替率呈负相关。Denis等^[24]高层管理人员更替的概率与高管和董事持有的股份呈负相关,与外部股东的存在呈正相关。

国内学者对于公司治理与高管变更的研究成果可分为外部环境治理与内部控制治理,外部环境治理包括外部行业和市场因素^[25],还有政府干预、商品市场地方保护程度、市场竞争^[26]以及外部制度^[27]。内部治理因素可大致分为4个方面:一是企业性质,按照是否有国家资本参与分为国有企业^[28]和非国有企业^[29-30];二是董事会特征,包括两职合一^[31-32],董事会的监管力度包括董事会规模、董事会会议次数和独立董事比例^[33-34];三是高管团队特征包括团队冲突^[35]、政治关联^[36-37]、需求^[38]、权力^[39];四是激励包括薪酬激励^[40-41]和股权激励^[42-44]。高管离职的经济后果集中在公司业绩^[45]、盈余管理和公司治理效率,少数讨论对公司持续成长、信息披露、团队稳定性等的影响。

国内外学者对于高管变更进行了横向和纵向的深入研究,横向是指外部治理机制与内部治理机制对于高管变更现象的影响;纵向是指内部治理基于委托代理理论的治理架构,研究股东与董事会对高管的监督与约束从而产生离职的现象是否显著。基于不同的背景和视角、运用不同的工具和方法进行考量时,上述相同的单一因素对于高管变更这一行为的影响结果并不相同。例如王雅婷^[46]指出独立董事比例、第一大股东持股比例和总经理的政治背景都没有显著对总经理离职产生影响。然而,史玉婷^[47]指出董事会持股比例、机构投资者持股比例以及高级管理人员是否持股变量对约束性高级管理人

员更换的概率有显著的解释作用。笔者认为原因有三:一是进行实证分析时,以具体案例作为研究对象,个例的特殊性影响了结果的信度和效度;二是学者基于不同的视角,避免不了外部因素对于结果的隐性影响,不易察觉;三是学者使用不同的工具和手段进行测量时,由于数据的来源和测算的方法不同,也会使得结果产生差异。综上所述,笔者认为上述因素都会对高管变更行为产生影响,差别在于程度的不同。有鉴于此,研究主要通过对于公司内部治理机制的透视,探析引起高管变更行为的动因,以组态构成的路径形式厘清各影响因素之间如何作用致使高管变更行为的产生。

2 实证分析

2.1 研究设计与模型构建

研究基于委托代理理论,在公司内部治理的视角下,以组态思路分析在创业板上市的医药公司高管变更行为的影响因素,选取条件变量为董事会领导结构、董事会规模、董事会监管力度、董事会构成、股权集中度和股权激励,结果变量为高管变更,并借

鉴学者的相关文献研究与成果,将各变量的指标选取定义,如表2所示。

2.2 资料与方法

1)研究对象与数量。以2019年度内创业板上市医药公司高管变更为研究对象。根据中商产业研究院,医药公司创业板上市78家,剔除数据缺失的8家公司,纳入研究对象的数量为70家。

2)数据来源。和讯网、中商产业研究院、CCER-DATA、东方财富网。

3)研究方法。研究采用模糊集定性比较分析方法(fsQCA),该方法的优点是可将定性指标量化,并且将每个研究对象看成整体的案例,重点分析的是各条件变量以何种方式共同影响结果变量的产生,且可以通过分析每条路径下的典型案例,提出针对性的建议。

2.3 定性比较分析

2.3.1 描述性统计

采用SPSS26软件对研究的原始数据进行了描述性统计分析,如表3所示。由于两职合一为定性指标,因此单独来进行描述,如表4所示。

表2 相关变量与指标描述

变量类型	变量名称	指标选取	变量代码	指标描述
结果变量	高管变更	高管离职率	RESIGN	2019年份内高管离职人数/当年高管团队总人数
条件变量	董事会领导结构	两职合一	DUAL	董事长和总经理是同一人,取值为1,不是同一人,取值为0
	董事会规模	董事会人数	BOARD	2019年份内董事会总人数
	董事会监管力度	董事会会议次数	MEETING	2019年份内举行董事会会议次数
	董事会构成	独立董事比例	INDEP	2019年份内独立董事人数占董事会总人数的比例
	股权集中度	第一大股东持股比例	TOP1	2019年份内第一大股东持股数占总股数的比例
	股权激励	高管持股比例	EN	2019年份内高管持股总数占总股数的比例

表3 研究变量的描述性统计分析结果

变量	平均值	中位数	标准差	最小值	最大值	百分位数				
DUAL	0.57	1.00	0.50	0.00	1.00	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00
BOARD	5.04	5.00	1.17	2.00	8.00	4.00	4.00	5.00	6.00	6.00
MEETING	8.69	8.00	3.69	4.00	18.00	5.00	5.75	8.00	11.00	11.80
INDEP	58.54	53.57	16.58	0.00	100.00	50.00	50.00	53.57	75.00	75.00
TOP1	30.47	29.73	10.98	6.93	53.80	21.23	22.90	29.73	38.74	39.27
EN	15.56	5.50	18.05	0.00	60.51	0.30	0.41	5.50	27.68	34.70
RESIGN	10.40	7.14	11.30	0.00	40.91	0.00	0.00	7.14	17.94	19.13
频数分布		20.00	25.00	50.00	75.00			80.00		

表4 条件变量“两职合一”频率表

两职合一	频率	百分比	有效百分比
董事长和总经理不是同一人	30	42.9	42.9
董事长和总经理是同一人	40	57.1	57.1
总计	70	100	100

2.3.2 变量的校准

校准的目的是为了将常规比例和间隔尺度变量转换为模糊集合,以使变量与外部标准匹配或一致。通过设立3个定性锚点对各变量进行校准,将每个案例归属于一个集合以便于后续的分析。根据描述

性统计的结果中各变量的分布特征和参考学者研究的经验,对除“两职合一”之外的其余变量进行校准,董事会规模采用上四分位数、中位数和下四分位数,董事会会议次数采用上四分位数、中位数和百分之二十,独立董事比例采用上四分位数、平均值和下四分位数,股东持股比例采用上四分位数、平均值和下四分位数,高管持股比例采用百分之八十、平均值和下四分位数,高管离职率采用上四分位数、平均值

和下四分位数,各变量的校准锚点和新变量代码名称,如表5所示。

2.3.3 单变量必要性分析

定性比较分析通过一致性和覆盖率的计算来确定变量之间是否存在必要性和充分性的关系^[48]。以一致性0.9作为必要性条件的检验标准的临界值,检验结果,如表6所示。

表5 各变量校准锚点

变量类型	变量名称	指标选取	变量代码	目标集合	锚点		
					完全隶属	交叉点	完全不隶属
条件变量	董事会领导结构	两职合一	DUAL	董事长和总经理是同一人	1	0.5	0
	董事会规模	董事会人数	BOARD1	高董事会规模	6	5	4
	董事会监管力度	董事会会议次数	MEETING1	高董事会监管力度	11	8	5
	董事会构成	独立董事比例	INDEP1	高独立董事比例	75.00	58.54	50.00
	股权集中度	第一大股东持股比例	TOP11	高股权集中度	38.74	30.47	22.90
	股权激励	高管持股比例	EN1	高股权激励	34.70	15.56	0.41
结果变量	高管变更	高管离职率	RESIGN1	高离职率	17.94	10.40	0.00

表6 必要性检测

条件变量集合	条件变量代码	高离职率		非高离职率	
		一致性	覆盖度	一致性	覆盖度
董事长和总经理是同一人	DUAL	0.564 246	0.454 500	0.577 554	0.545 500
董事长和总经理不是同一人	~DUAL	0.435 754	0.468 000	0.422 446	0.532 000
高董事会规模	BOARD1	0.494 103	0.428 533	0.652 197	0.663 257
非高董事会规模	~BOARD1	0.611 732	0.600 000	0.438 062	0.503 805
高董事会监管力度	MEETING1	0.572 005	0.517 116	0.559 290	0.592 873
非高董事会监管力度	~MEETING1	0.549 659	0.515 425	0.544 468	0.598 661
高独立董事比例	INDEP1	0.575730	0.605 023	0.419 005	0.516 308
非高独立董事比例	~INDEP1	0.539 727	0.442 044	0.679 460	0.652 517
高股权集中度	TOP11	0.518 312	0.492 625	0.531 763	0.592 625
非高股权集中度	~TOP11	0.571 385	0.509 972	0.544 733	0.570 083
高股权激励	EN1	0.411 546	0.460 257	0.503 441	0.660 187
非高股权激励	~EN1	0.696 152	0.544 550	0.588 406	0.539 694

注:“~”是布尔代数中的符号,表示“非”。

由表6可知,可单一变量的一致性均小于0.9,不足以构成引发高管变更的必要条件。这意味着单个条件变量对结果变量的解释力较弱,高管变更是多种因素共同作用的结果。综上,研究将进一步展开引发高离职率的组态分析。

2.3.4 对高离职率的组态分析

由于纳入观察的研究对象有限,理论上,条件变量的逻辑组合可能的组态个数为 2^6 个,但实际上只观察到有限的组态,其余未观察到的组态被认为是

逻辑余项,要强调的是未观察到不意味着现实中不存在这样的现象。研究将一次性阈值设置为0.75,得到关于高离职率($RESIGN1 = 1$)的因素组合真值表,并进一步通过指定分析和标准分析得到复杂解、中间解和简约解,如表7所示。通过中间解和简约解的比较,得到对结果产生重要影响的核心条件和对结果起辅助贡献的边缘条件,基于考虑不同逻辑余项的结果,研究选择只包含简单反事实案例的逻辑余项的中间解进行分析,如表8所示。

表7 RESIGN1 = 1 的因素组合真值表

董事会领导结构 (DUAL)	董事会规模 (BOARD1)	董事会监管力度 (MEETING1)	董事会构成 (INDEP1)	股权集中度 (TOP11)	股权激励 (EN1)	案例数 (NUMBER)	高管离职 (RESIGN1)	一致性 (RAW CONSIST)
1	0	0	0	0	0	1	1	0.918 367
1	1	1	0	0	1	1	1	0.911 263
1	0	0	1	0	1	2	1	0.904 762
0	0	0	1	1	0	1	1	0.9
1	0	1	1	0	0	2	1	0.877 03
1	1	1	0	0	0	2	1	0.868 347
0	1	0	0	1	0	5	1	0.851 782
1	0	1	1	0	1	3	1	0.820 862
0	0	1	1	0	0	1	1	0.801 09
1	0	1	0	0	0	1	1	0.755 274

表8 产生高离职率的组态

组态	H ₁		H ₂	H ₃	
	H _{1a}	H _{1b}		H _{3a}	H _{3b}
董事会领导结构(DUAL)	●		●	⊗	⊗
董事会规模(BOARD1)	⊗	⊗		●	
董事会监管力度(MEETING1)		●	●	⊗	⊗
董事会构成(INDEP1)		●			●
股权集中度(TOP11)	⊗	⊗	⊗	●	●
股权激励(EN1)					
一致性	0.764 863	0.788 566	0.747 157	0.814 685	0.889 968
覆盖度	0.267 536	0.269 709	0.265 053	0.144 631	0.085 3507
唯一覆盖度	0.083 798 8	0.054 003 6	0.081 315 9	0.097 454 9	0.024 829 2
解的一致性	0.774 313				
解的覆盖度	0.585 661				

注:● = 核心条件存在,⊗ = 核心条件不存在,● = 边缘条件存在,⊗ = 边缘条件不存在,空白表示该条件可以存在也可以不存在。

由表8可知,模糊集分析得出产生高离职率(RESIGN1 = 1)的组态有5个,一致性分数分别为0.765、0.747、0.789、0.815、0.890且解的一致性为0.774,解的覆盖度是0.586,说明这5个组态解释了58%以上的产生高离职率(RESIGN1 = 1)的原因。研究进一步对产生高离职率的组态进行路径分析。

2.3.5 产生高离职率的路径分析

路径H₁的核心条件为~BOARD1 * ~TOP11,其中“*”是布尔代数中的符号,代表“and”(逻辑与)。该路径表明,不管独立董事比例高还是低以及对高管的股权激励存在与否,两职合一的领导结构和第一大股东持股数量少,都会引发高离职率。

1) 监管薄弱型。H_{1a}: DUAL * ~BOARD1 * ~TOP11,表明无论年度内召开多少次董事会会议、独立董事比例高低以及对高管的股权激励如何,只要

公司在两职合一的情况下,董事会规模小,股权集中度低,就会引发高离职率。该组态覆盖度为0.268,解释了26.8%以上产生高离职率的原因,根据分析具体案例可知两职合一会赋予高管更大的权力,且董事会人数少,第一大股东持股比例低,难以对高管的行为产生较大的约束,因此,这类公司的高管多数为非正常变更,例如通过套现实现自己的利益最大化。

2) 协调失衡型。H_{1b}: ~BOARD1 * MEETING1 * INDEP1 * ~TOP11。该路径表明,不管是否两职合一以及对高管的股权激励存在与否,董事会规模小、股权集中度低并且辅以董事会会议次数多和独立董事占比高的边缘条件,就会产生高离职率。该组态覆盖度为0.270,解释了27%以上产生高离职率的原因,这类公司董事会规模小且独立董事占比高,说明内部董事相对较少,而独立董事因为不参与公司

内部的经营与管理,通常只通过财务报告来判断高管的能力高低。虽然独立董事比例高说明对高管的外部监管机制较好,但是频繁的董事会会议会降低决策的质量,内外部董事协调失衡,第一大股东持股比例低,对高管的任命和解聘主要以董事会的决议为主,对高管的评估决策难以达成一致,在公司业绩差的时候容易产生高管变更。

3) 高度集权型。路径 H_2 的核心条件是: $DUAL * MEETING1 * \sim TOP11$, 表明无论董事会规模大小、独立董事比例高低以及对高管的股权激励如何,只要该公司在两职合一的情况下,年度内多次召开会议次数且股权集中度低,就会产生高管变更行为,该组态覆盖度为 0.265,解释了 26% 以上产生高离职率的原因。根据分析具体案例可知两职合一使得权力过于集中在一个人身上,即使多次召开会议次数对高管实行监管,但第一大股东持股比例低,也难以对高管的行为产生有效的监管。董事会会议上,高管会选择对自己有利的信息进行披露,董事会成员也难以客观评价信息的真假和质量,高管会以实现自己的利益最大化为主,这些公司多数在创业板上市时间较早,属于高度集权型的组织架构。

4) 股权主导型。路径 H_3 的核心条件为 $\sim DUAL * \sim MEETING1 * TOP11$, 该路径表明,不管对高管的股权激励存在与否,在两职分离的情况下,年度内召开的董事会会议次数少,尤其是第一大股东持股比例高时会引发高离职率。 H_{3a} : $\sim DUAL * BOARD1 * \sim MEETING1 * TOP11$, 该路径表明,在上述核心条件的情况下,董事会规模大会使得影响决策的质量从而引发高离职率,该组态覆盖度为 0.145,解释了 14% 以上产生高离职率的原因。这类公司在两职分离的情况下,经营权与所有权归属不同的人,有利于赶走不称职的高管,但董事会人数多,第一大股东话语权重,在决策制定方面容易产生分歧。 H_{3b} : $\sim DUAL * \sim MEETING1 * INDEP1 * TOP11$, 该路径表明,在上述核心条件情况下,独立董事比例高会引发高管变更现象。该组态覆盖度为 0.085,解释了 8% 以上产生高离职率的原因,这类公司股东的话语权很重,尤其在两职分离的情况下,股权集中度高,大股东的控制可以在一定程度上约束高管的机会主义行为,尤其在公司业绩较差的时候,高管变更的可能性更大,但是股东对于经营方面的事情并不是那么了解。由于信息不对称与高管之间容易产生代理斗争危机,董事会会议次数少,对于高管的信息披露质量难以有效监管,对于高管的利己行为难以察觉,高管会为了实现自身利益而选择

损害公司的利益,尤其收到第一大股东的胁迫时。

2.4 稳健性检验

QCA 的稳健性检验包含多种方式,常用的方法是合理调整相关参数的设定,例如变量的校准依据和一致性阈值,然后对调整后的数据再次进行分析,比较组态的变化以评估结果的可靠性。研究在分析过程中对于各变量的校准依据和一致性阈值在合理范围内进行调整时没有导致组态的数量、组成部分以及一致性和覆盖度的实质性变化,因此可以认为分析结果是可靠的。

3 结论与建议

3.1 结论

监管薄弱型、协调失衡型和高度集权型的公司容易产生高管变更现象。他们的共同之处在于股权较为分散,董事会的行为都会对高管的变更产生影响。在两职合一的情况下,权力集中于一身,大股东无法有效控制高管的机会主义行为,内部的监督机制难以发挥有效的作用,高管出于利己主义会选择实现自己的利益最大化。在两职分离的情况下,权力较为分散,积极的董事会行为和独立董事的监管可以从内部和外部同时对于高管的行为形成一定的约束,但是因为协调失衡会严重影响决策的质量和对于高管的评估,因此在公司业绩差时会剔除不称职的高管。

对高管的股权激励关注较少。现有研究表明股权激励能够有效防止高管离职行为。上述讨论中可以明显发现股权激励一行为空,表明股权激励相对于其他条件发挥的作用是有可无的,通过对于这些医药公司的原始数据进行分析,得出 2 个原因:一是公司并没有对高管实施股权激励,高管的持股数量为零;二是有一半以上的公司对高管的股权激励程度过小,高管持股比例不超过 5%,对高管未形成有效的激励,未建立合理的激励机制,进而引发高管离职套现的行为。

股权集中度对于高管变更的解释较好。第一大股东持股比例作为核心条件影响着每条路径的结果。一般情况下,股东并不直接影响高管的行为,而是以董事会为桥梁,建立与高管之间的联系。董事会行为积极时,第一大股东发挥的作用不太明显,董事会行为消极时,便体现了第一大股东对于高管的控制程度。第一大股东的利益与公司的利益一致,可以通过监管有效遏制高管的利己行为而避免损害公司的利益。有研究表明,第一大股东对高管的控制行为有利于公司治理机制发挥作用^[49]。

独立董事虽然不作为核心条件影响高管变更,但是独立董事在公司治理中发挥的作用不容忽视。独立董事代表了对高管的外部监管,对高管能力的评估相对于内部董事较为客观,因为独立董事会通过客观的财务数据来评判高管的能力,有利于剔除不称职的高管,但是独立董事对于公司的实际情况了解不多,因此作出决策的时候容易片面。董事会规模大的时候,会与内部董事的决策难以达成一致,降低决策的效率,因此合理控制独立董事在董事会的比例,将外部监管机制效用最大化,有助于实现高管变更的利好影响。

3.2 建议

针对于两职合一的医药公司,董事会领导结构简单导致权力过于集中于一身,既是监管者也是决策者,高管在追求自身利益最大化的过程中很难受到约束,尤其是在董事会规模又小且第一大股东话语权小的情况下,高管容易为了保证自身利益而损害公司利益,很难被其他董事会成员所察觉或者有所防范。因此,对于两职合一的公司有如下的建议:一是充分发挥第一大股东的控制作用,增加第一大股东的持股比例,让第一大股东遏制高管的机会主义行为,以委托人的身份对两职合一的高管进行有效约束;二是合理利用独立董事剔除不称职的高管,调整独立董事比例在适当的范围,提升决策的质量,可以充分发挥内外部监管的有效性。

针对于两职分离的医药公司,董事会领导结构相对松散,董事会规模大、股东的控制加之存在相当比例的独立董事时会使得内部协调严重失衡。因此给出的建议是建立有效严谨的决策机制,在进行决策时,综合内部董事和外部董事的建议,多次进行商讨,既关注客观的财务指标又关注高管的实际情况与需求,对于高管的信息披露进行严格审查进行财务风险防控,对高管形成约束的同时引导他的利益朝向公司的利益发展。

加强公司对高管股权激励的重视,股权的激励可以让高管成为公司的一份子,建立合理的激励机制,充分考量激励成本与激励收益,将股权激励作为高管薪酬的一部分,直接与其收入挂钩,他才会真正的在关注自己利益的同时关注公司的利益。建议采用延期支付,不在当年发放,在一定的期限后,以公司股票形式支付,可以防止高管的利己行为,避免出现业绩下滑的情况,有效降低高管非正常离职的可能性。

3.3 研究不足与未来展望

研究对于其他的重要变量未给予考量,例如公

司绩效、高管个人特征和相关重要的财务指标,因此对于高管变更行为的产生并不全面透彻。此外,对于高管离职的具体原因并未明确加以区分,根据公司的公告,高管的离职并不全是非正常离职,也包括少数的正常换届和退休。研究仅从公司内部治理的视角,因此结论存在一定的局限性,未来如果纳入外部环境的影响,对于高管变更现象会是更加强有力的解释。

参考文献:

- [1] 杨帆. 中国创业板上市公司高管辞职动因实证研究[D]. 上海:复旦大学,2012:1.
- [2] 李锦文. 我国创业板高管减持研究[D]. 上海:复旦大学,2011:1.
- [3] BERLE, ADOLF A, GARDINER C. The Modern Corporation and Private Property[M]. New York: Macmillan, 1933:1.
- [4] JENSEN M C, MECKLING W H. Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3(4): 305.
- [5] DHERMENT F I, RENNEBOOG L. Share price reactions to CEO resignations and large shareholder monitoring in listed French companies[J]. Social Electronic Publishing, 2000:1.
- [6] BANG D NGUYEN. Ownership structure and board characteristics as determinants of CEO turnover in French-listed companies[J]. Finance 2011, 2(32): 53.
- [7] LORSCH J W, ELIZABETH M. Pawns or potentates: The reality of America's corporate boards[M]. Boston, MA: Harvard Business School Press, 1989:1.
- [8] FAMA E, JENSEN M. Separation of ownership and control[J]. Journal of Law and Economics. 1983(26): 301.
- [9] GOYAL, VIDHAN K, PARK, C W. Board leadership structure and CEO turnover[J]. Journal of Corporate Finance, 2002(8): 49.
- [10] YERMACK, DAVID. Higher market valuation of companies with a small board of directors[J]. Journal of Financial Economics, 1996(40): 185.
- [11] THOMAS J, CHEMMANUR V F. A Theory of corporate boards and forced CEO turnover[J]. Management Science, 2018, 64(10): 4798.
- [12] GILLETTE A B, NOE T H, REBELLO M J. Corporate board composition, protocols, and voting behavior: Experimental evidence[J]. The Journal of Finance, 2003(58): 1997.
- [13] ZHAO M X, KENNETH L. Acquisition decisions, corporate governance, and CEO turnover: Do bad bidders get fired? [J]. 2003:1.
- [14] WEISBACH, MICHAEL S. Outside directors and CEO turnover[J]. Journal of Financial Economics, 1988(20): 431.
- [15] HERMALIN, BENJAMIN, MICHAEL W. The determinants of board composition[J]. Rand Journal of Economics, 1988(19): 589.
- [16] ELIEZER M F, ANIL S. Are busy boards effective monitors? [J]. The Journal of Finance, 2006(2): 689.
- [17] ANUP A, TAREQUE N. Blockholders on boards and CEO com-

- pensation, turnover and firm valuation [J]. Quarterly Journal of Finance, 2019(3):
- [18] MEHRAN, HAMID. Executive compensation structure, ownership, and firm performance [J]. Journal of Financial Economics, 1995(38):163.
- [19] ADAMS R, FERREIRA D. A theory of friendly boards [J]. Finance, 2007, 62(1):217.
- [20] AGHION P, PATRICK B. An incomplete contracts approach to financial contracting [J]. Review of Economic Studies, 1992(59):473.
- [21] SHLEIFER A, ROBERT V. A survey of corporate governance [J]. Journal of Finance, 1997, 52(2):737.
- [22] KAPLAN S, BERNADETTE M. Appointments of outsiders to Japanese boards: Determinants and implications for managers [J]. Journal of Financial Economics, 1994(36):225.
- [23] FRANKS J, COLIN M. Corporate ownership and control in the UK, Germany and France [J]. Journal of Applied Corporate Finance, 1997(9):30.
- [24] DENIS D, DIANE D, ATULIA S. Ownership structure and top executive turnover [J]. Journal of Financial Economics, 1997(45):193.
- [25] 沈筱菲. 上市公司董事会决定高管去留的影响因素研究:行业与市场的干扰作用 [D]. 杭州:浙江大学, 2017:1.
- [26] 刘阳. 创新型公司治理、外部环境与高管变更的实证研究 [J]. 统计与决策, 2013(5):178.
- [27] 丁烈云, 刘荣英. 制度环境、股权性质与高管变更研究 [J]. 管理科学, 2008, 21(6):47.
- [28] 赵宇恒, 邢丽慧, 金世辉. 国有企业政治关联对高管变更的影响:基于企业风险的实证研究 [J]. 当代经济研究, 2013(11):88.
- [29] 喻文丽. 家族式企业高管离职的动因与后果 [J]. 当代会计, 2018(12):11.
- [30] 王靖懿. 民营企业高管变更与财务业绩敏感性分析 [J]. 财会通讯, 2013(24):68.
- [31] 杨晓彤. 创业板公司高管离职套现的公司治理研究 [J]. 统计与决策, 2015(7):163.
- [32] 严伟祥. 基于 Logit 模型的创业板上市公司高管离职动因分析 [J]. 当代经济, 2016(34):104.
- [33] 周晖, 左鑫. 董事会监管下的高管变更对盈余管理的影响研究 [J]. 财经理论与实践, 2013, 34(3):79.
- [34] 杨冬. 公司绩效、董事会治理与高管离职 [D]. 大连:东北财经大学, 2014:1.
- [35] 徐杉. 高管团队冲突感知对中层经理离职意向的影响 [D]. 成都:电子科技大学, 2019:1.
- [36] 高照军, 韦夏, 孙轶. 动态资源论视角下管理者政治联系的价值:关于中国高管离职的实证研究 [J]. 科学学与科学技术管理, 2015, 36(1):171.
- [37] 唐菁菁, 何新力, 陈伟宏. 业绩期望落差与 CEO 变更:基于中国上市公司的经验研究 [J]. 科技与管理, 2019, 21(2):74.
- [38] 曲静, 陈树文. 国有企业高管需求结构下各需求强度对离职倾向的影响 [J]. 软科学, 2018, 32(1):67.
- [39] 卫旭华, 王傲晨. 高管团队权力和薪酬构成对高管离职的跨层影响 [J]. 华南师范大学学报(社会科学版), 2019(4):97.
- [40] 王嘉琪, 申玉泓, 李晓卫, 等. 股权激励与高管离职:管理层权力和产权性质对高管离职的影响 [J]. 中国林业经济, 2019(5):120.
- [41] 柳鑫. 高管薪酬攀比与主动离职 [D]. 昆明:云南财经大学, 2020:1.
- [42] 陈健, 刘益平, 邱强. 股权激励与高管离职:基于上市公司的经验数据 [J]. 现代财经(天津财经大学学报), 2017, 37(3):23.
- [43] 孙菲, 张剑飞. 股权激励、股权制衡度与高管离职的实证研究 [J]. 会计之友, 2018(22):30.
- [44] 杨珂, 杨继瑞, 葛鹏. 高管股权激励的效果与影响因素:争议及未来研究重点 [J]. 重庆大学学报(社会科学版), 2019, 25(5):98.
- [45] 刘萍, 李明明. 高管变更与企业绩效的相互关系研究 [J]. 科技与管理, 2016, 18(5):65.
- [46] 王雅婷. 上市公司总经理离职的影响因素研究 [D]. 湘潭:湘潭大学, 2013:1.
- [47] 史玉婷. 公司治理对约束性高级管理人员更换的影响研究 [D]. 重庆:重庆大学, 2005:1.
- [48] 熊焯, 周建国. 政策转移中的政策再生产:影响因素与模式概化:基于江苏省“河长制”的 QCA 分析 [J]. 甘肃行政学院报, 2017(1):37.
- [49] 孙永祥, 黄祖辉. 上市公司的股权结构与绩效 [J]. 经济研究, 1999(12):23.

[编辑:厉艳飞]