

CEO 继任研究的文献综述和未来展望

□ 易希薇 方 帅 李炜文^①

摘 要：迄今为止，CEO 继任研究已经取得了非常重要的进展。本文对目前国内关于 CEO 继任的研究成果进行了梳理，从 CEO 离职前因、公司治理结构对 CEO 离职的影响、继任类型、继任后的战略变革以及继任后的企业绩效几个方面对 CEO 继任研究早期（2000~2008 年）与近期（2009~2016 年）、西方与中国文献之间的联系与异同进行阐述。在此基础上，本文提出了国内 CEO 继任研究的未来研究方向，包括 CEO 早期离职、家族企业和国有企业 CEO 继任以及正式制度和非正式制度对 CEO 继任的影响。

关键词：CEO 更替；CEO 继任类型；继任结果

一、引言

作为企业决策的制定者和执行者，CEO 在企业发展中扮演着非常重要的角色，直接决定了企业的发展战略与绩效表现。CEO 继任是企业的重大战略决策之一，引起了学术界和企业界的广泛关注。国内外学者对 CEO 继任开展了广泛的研究，主要对以下问题进行了探讨：什么因素会引起 CEO 的离职？新任 CEO 人选如何确定？新任 CEO 会采取什么样的战略措施，又将如何影响企业的绩效？过往的文献对 CEO 继任问题提供了很好的视角。Finkelstein 等（2009）对 2009 年以前的 CEO 继任文献进行了详细的梳理和总结。为了更好地总结 CEO 继任问题的研究，本文将在此基础上，简述 2009 年以前的文献研究结果，详述 2009~2016 年 CEO 继任文献的进展。与此同时，本文将回顾关于 CEO 继任问题的中文文献，并比较中英文文献在 CEO 继任问题研究上的异同。

我们使用了 Business Source Complete、Wiley Online Library、Science Direct Journals

^① 易希薇（E-mail: yixiwei@gsm.pku.edu.cn）、方帅，北京大学光华管理学院；李炜文，中山大学管理学院。

以及 SAGE Premier 2015 年数据库对 2000~2016 年的 CEO 继任英文文献进行了检索^①。由于 CEO 继任的问题主要是战略管理方向的研究主题,因此本文对 *Strategic Management Journal*、*Academy of Management Journal*、*Organization Science*、*Administrative Science Quarterly*、*Academy of Management Review*、*Journal of Management* 以及 *Journal of Management Studies* 的相关文献进行了回顾。除此之外,我们也对国际一流的会计类期刊和金融类期刊上涉及 CEO 继任的重要文献进行了回顾(如表 1 所示)。为了最大范围地检索相关文献,我们使用了“abstract”选项进行检索,搜索要求为满足以下三个条件中的任意一条:①文章 abstract 中出现“new CEO(s)”；②文章 abstract 中出现“newly appointed CEO(s)”；③文章 abstract 中出现 CEO/executive(s) 且同时出现 succession、turnover、dismissal 中的任意关键字。

除英文文献外,我们同时使用中国知网数据库对 2000~2016 年的 CEO 继任中文文献进行了检索。为了最大范围地检索相关文献,使用了“主题词”而不是“关键词”选项进行检索。由于有些中文文献常常把 CEO 继任叙述成高管继任,这里进一步扩大检索词的范围。主题词 1 包括总经理、CEO 和高管;主题词 2 包括离任、离职、更换、更替、变更、解雇、免职、继任。搜索要求为满足主题词 1 中的任意一词且同时满足主题词 2 中的任意一词。以 CEO 继任为主题的中文文章常常出现在管理类期刊上,因此本文主要在《管理世界》和《南

开管理评论》上进行检索。除此之外,本文也在《会计研究》、《经济研究》和《金融研究》上检索文献作为补充。

表 1 展示了在 2000~2016 年中英文一流期刊上发表的以 CEO 继任为主题的文章数量。从表 1 可看出,不论是中文文献还是英文文献,CEO 继任研究的数量都呈现出明显的上升趋势。

表 1 文献在期刊上的分布情况

期刊	2000~ 2008 年	小计	2009~ 2016 年	小计	总计
<i>Strategic Management Journal</i>	8	29	17	31	25
<i>Academy of Management Journal</i>	9		4		13
<i>Journal of Management</i>	2		5		7
<i>Organization Science</i>	4		2		6
<i>Journal of Management Studies</i>	3		2		5
<i>Administrative Science Quarterly</i>	1		1		2
<i>Academy of Management Review</i>	2		0		2
<i>Journal of Financial Economics</i>	10	35	17	61	27
<i>The Journal of Finance</i>	7		9		16
<i>Journal of Accounting and Economics</i>	7		5		12
<i>The Review of Financial Studies</i>	1		11		12
<i>Journal of Financial and Quantitative Analysis</i>	4		7		11
<i>The Accounting Review</i>	3		5		8
<i>Journal of Accounting Research</i>	3		3		6
<i>Review of Accounting Studies</i>	0		3		3
<i>Contemporary Accounting Research</i>	0		1		1
管理世界	5		12		17
南开管理评论	5		11		16
会计研究	1	17	6	31	7
金融研究	6		1		7
经济研究	0		1		1

在本文中,我们尝试建立一个 CEO 继任的过程模型,从 CEO 离职前因、公司治理结构对

① 本文对英文文献的综述主要集中在 2000 年之后,但也对 2000 年之前 CEO 继任的重要文献进行了回顾。

CEO 离职的影响、CEO 的继任类型、CEO 继任后的战略变革以及继任后的企业绩效几个方面来梳理回顾该研究领域的现有文献。

二、CEO 离职前因

CEO 的离职主要可分为主动离职和被动离职。一般来说,主动离职主要是由于辞职、正常退休、健康原因(疾病、死亡等)以及其他原因所导致的自愿离职行为;被动离职主要是由于 CEO 的表现未达到董事会的预期等因素所导致的非自愿离职行为,也可以被称作“解聘”。由于主动离职行为涉及的影响因素相对简单,CEO 的被动离职受到更多的研究关注。过往研究认为 CEO 的被动离职是由董事会推动的公司治理机制的重要环节之一。CEO 作为企业的重要决策者和战略制定者,其管理能力和经营绩效受到董事会的监督。当 CEO 难以胜任或对企业绩效、声誉等造成负面影响时,代表股东利益的董事会将解聘 CEO。

(一) CEO 被动离职

本文回顾了 CEO 被动离职的三个重要因素:企业绩效下降、第三方评级下调、企业违规行为,并在此基础上比较了中西方文献对 CEO 离职因素的探讨。早期的文献主要建立在代理理论的基础上,指出企业绩效下降是由于企业的所有者与经营者相分离导致的代理问题,在出现代理问题导致企业绩效下降时,作为所有者利益代表的董事会将行使监督功能,解聘 CEO,以提高企业绩效。此外,管理学者在后续的研究中发现,有效的外部市场监督(如第三方评级),会对 CEO 的监督和评价及后续的

离职产生重要的影响。

另外,近期研究还发现,除了经济因素之外,企业的违规行为会导致企业的合法性受损,使企业失去重要利益相关者的支持。此时企业会通过解聘 CEO,以表明企业彻底改变的决心,从而达到恢复企业合法性的目的。因此,除了企业的经营绩效下降外,损害企业合法性的违规行为也是导致 CEO 离职的重要原因之一。

与西方文献一致,中文文献也基本支持企业绩效下降是导致 CEO 离职的重要原因之一。由于中国处于转型经济之中,企业所有权结构较为复杂,中文文献集中关注了国有企业和家族企业中的 CEO 离职问题。但在外部市场监督的研究上,中文文献较为缺乏,这与中国目前的制度缺失导致难以形成有效的外部监督有关。

1. 企业绩效下降

CEO 离职的原因很多。早期研究 CEO 离职的文献主要认为企业绩效下降是导致 CEO 离职的主要原因。公司业绩是反映 CEO 能力和努力程度的有效信号,同时也是利益相关者评价 CEO 表现的标准。在 2009 年之前,国内外学者对公司绩效如何影响 CEO 变更已经展开了广泛的讨论。在这个问题上,中西方文献得出了较为一致的结论:公司业绩越差,CEO 离职的可能性越大(Dahya et al., 2002; Eissfeldt & Kuhnen, 2013; Engel et al., 2003; Farrell & Whidbee, 2003; Gibson, 2003; Harrison et al., 1988; Huson et al., 2001; Lehn & Zhao, 2006; Puffer & Weintrop, 1991; Wowak et al., 2011; 宋德舜和宋逢明, 2005; 王锬和李伟, 2012; 游家兴和李斌, 2007; 朱红军, 2002)。

尽管众多研究一致认为企业绩效下降会增

加 CEO 离职的概率,但关于公司业绩下降导致 CEO 离职的原因,不同的研究却提出了不同的思路。早期的研究主要认为,公司业绩下降反映出 CEO 经营管理不当与失职,导致董事会解聘 CEO。相应地,如果公司绩效下降导致控制权发生转移,被并购公司的 CEO 常常面临较高的离职风险 (Hartzell et al., 2004)。除了绩效下降,较大的绩效波动性也反映出 CEO 能力欠佳,可能导致 CEO 被解聘 (汪金爱等, 2012)。有意思的是,尽管很多时候 CEO 对低劣的企业绩效背负着不可推卸的责任,但他们为了赢得时间扭转绩效并且转移股东注意力,会选择解雇其他高管作为“替罪羊”(scapegoat),以此降低自身被解聘的风险 (Boeker, 1992)。然而,与早期研究认为企业绩效下降是 CEO 的主观失职不同,近期的研究开始提出环境变化也是导致原 CEO 的能力不再能胜任原职的重要原因。这一类的环境变化主要包括行业环境动态性 (Jenter & Kanaan, 2015; Peters & Wagner, 2014; 汪金爱等, 2012) 以及突然的政策变化 (Haveman et al., 2001)。

上述两种观点均认为绩效下降会导致 CEO 的被动离职,但新近的学术观点指出绩效下降时 CEO 的离职并非一定是遭到董事会辞退或解聘的被动离职,而有可能是 CEO 不愿企业绩效下降给自己的职业生涯带来负面影响而主动离职 (Marcel & Cowen, 2014; Jiang et al., 2017)。这些学者形象地将出现问题的企业比喻为“沉船”,而 CEO 主动离职的行为被描述为“弃船而走”(jumping ship)。由于企业绩效下降及可能导致的破产会给任职的 CEO 带来“污名化”(stigmatization)的影响,进而导致 CEO

在外部劳动力市场上的价值下降,CEO 常通过主动离开企业的方式保护自己的人力资本不受损害。

2. 第三方评级下降

CEO 离职是公司治理的一个重要环节,早期的研究倾向于认为作为公司治理的推动者,董事会肩负着监督和评价 CEO 的主要责任。近期的研究逐渐发现,董事会虽然肩负监督 CEO 管理运营的重要使命,但因为董事本身通常也是其他公司的高管,时间精力有限导致他们难以履行有效监督,往往沦为“橡皮图章”(rubber stamp)。而此时,外部市场的监督在公司治理机制中扮演着非常重要的角色 (Frankel et al., 2006)。与公司利益相关且比较常见的第三方外部监督者主要是股票分析师。2009 年之后,学者们进一步讨论了股票分析师在 CEO 解职中所起的作用,他们发现,股票分析师对该公司的股票给出负面或卖出的意见,或股票分析师对该公司的股票建议降级,都表明外部市场的监督者对公司当前的管理产生质疑,导致 CEO 被解聘的概率增加 (Wiersema & Zhang, 2011)。然而第三方评价对 CEO 解职风险的影响也受到第三方自身资质和信誉度的调节,具有本行业经验的股票分析师可以加强这种影响 (Bradley et al., 2017),而卷入诉讼案的股票分析师可信度则会降低,从而减弱这种影响 (Wiersema & Zhang, 2011)。

3. 企业违规行为

财务绩效下降一度被认为是 CEO 离职的主要原因 (Finkelstein et al., 2009),近期的文献开始从制度理论的角度考虑,指出哪怕企业的经营绩效没有问题,但企业的违规行为导致企

业遵守规则/道德的合法性被破坏也会使得 CEO 难辞其咎,失去其他重要利益相关者的支持,被迫辞职。这一观点弥补了之前文献只从经济学视角讨论 CEO 离职的不足,将 CEO 的离职置于企业运营的社会背景下,丰富和充实了 CEO 离职研究的理论角度。

企业要想在市场立足,必须建立和维持一定的合法性。CEO 的一项重要责任就是建立和维持企业的合法性 (Arthaud-Day et al., 2006)。当企业的违规行为破坏了企业的合法性时,企业难以继续获得重要的利益相关者的支持,这时候企业通常通过解聘 CEO 来将违规的责任归咎于被解聘的高管,从而隔离违规行为对企业的影响,同时表明企业惩罚违规行为和改正错误的决心 (Arthaud-Day et al., 2006; Wiersema & Zhang, 2013)。近期的文献对企业违规行为导致 CEO 解聘的现象进行了深入、系统的探讨,发现财务重述 (Arthaud-Day et al., 2006; Efendi et al., 2013; Hennes et al., 2008; Peterson, 2012)、股票期权回溯 (Wiersema & Zhang, 2013) 等违规事件的发生都会显著提高 CEO 离职的概率。

4. 中西方文献比较

在中国,由于企业的所有制相对复杂,国有企业和家族企业作为两类特殊的企业存在,成为研究关注的重点。与西方文献强调的所有权与管理权分离导致的代理问题不同,国有企业和家族企业各有特殊的代理问题。对国有企业而言,国有企业属于全民所有制企业,其股东名义上是全体人民,但全体人民难以直接控制和管理企业 (Ma et al., 2006),所以国家成为事实上的委托人。西方文献中的代理问题通

常假定股东的目标是公司业绩或股东财富最大化,这一假设在国有企业这个特定问题上遭到挑战。很多研究提出,在中国改革的特殊进程中,政府需要国有企业承担一定的社会责任,以维持社会稳定,保障经济发展 (刘青松和肖星, 2015; 姜付秀等, 2014)。同时,国外企业的 CEO 因为已经是公司的最高决策者,几乎没有晋升的渠道,但在国有企业中,由于管理往往呈现集团化的特点,国企高管可能晋升到上一层级的企业任职,或者调任政府部门任职,因此中文文献在研究国企高管离职时,经常同时考察解聘或晋升的不同特性。对国有企业的研究发现,企业绩效越差,国有企业高管离职的可能性越大 (姜付秀等, 2014),但晋升却与业绩不相关,而是与承担的社会责任正相关 (刘青松和肖星, 2015)。此外,国有企业高管往往对应一定的行政级别,是工作岗位设在国有企业的政府“准官员”。基于此,地方主政官员的更替往往伴随政治权力转移,从而进一步导致国有企业的高管变更 (潘越等, 2015)。

对家族企业而言,一方面,家族企业能通过家族公司管理层进行有效监督,及时解决所有权与管理层分离导致的代理问题;另一方面,家族企业类型公司股权相对集中,家族作为控股股东,与中小股东的利益冲突成为代理问题的主导。前人的研究中,所有者与管理者之间的代理问题被称为第一类代理问题,而大股东与小股东之间的代理问题被称为第二类代理问题。相关文献发现,大股东不仅可能通过掏空行为 (tunneling) 侵害小股东的利益,也可能侵害管理层的利益。研究表明,大股东的掏空行为将显著提高高管变更的概率,主要是因

为大股东的资金占用行为会激化高管与大股东之间的利益冲突,比如大股东的资金占用行为可能导致管理层人员薪酬较低、面临较高的诉讼风险、在劳动力市场上潜在价值降低(梁上坤和陈冬华,2015)。此外,家族企业内的高管可以分为两类:职业经理人和家族成员。在企业经营业绩不好时,高管是否被辞退在很大程度上取决于其与家族企业创始人之间的亲缘关系(邓浩等,2016)。

与西方文献一致,中文文献也支持企业违规行为会导致 CEO 的被动离职(瞿旭等,2012)。有趣的是,中文文献进一步发现公司创始人的特殊地位能降低创始人 CEO 的解聘概率,但增强了前述的“替罪羊效应”(scapegoat),即通过解聘其他高管推卸责任。然而中文文献对外部市场监督(如第三方评价)如何影响 CEO 的解聘探讨得较少。这也许是因为在中国这类转型和新兴经济市场,由于存在制度缺失和信息不透明的问题,外部市场很难起到有效的监督作用。对外部市场的监督作用,未来的研究可以更多地关注股票分析师和媒体这两个重要角色,研究它们作为第三方是否对公司管理层的行为起到监督作用。

(二) CEO 早期离职

在前文中,我们回顾了中西方文献中提及的导致 CEO 离职的原因,包括企业绩效下降、第三方评级下调以及企业违规行为。尽管理论角度各不相同,但都包含着较为一致的逻辑,即 CEO 作为公司长期的最高管理者,需要为公司的负面行为承担责任。

这一逻辑却难以解释近些年出现的一个现象,即 CEO 的早期解聘率(三年任期之内被解

聘的概率)逐渐上升(Zhang, 2008; Graffin et al., 2013)。过往的文献多认为 CEO 被解聘主要是由于业绩下滑或企业违规行为导致,但对于任期很短的 CEO,此类负面行为更多受到路径依赖的影响,或者根本就是前任所为,很难归咎于他们。那究竟是什么因素导致了 CEO 在任职早期的离职呢?近期的研究指出,不同于长任期的 CEO 需要为企业负面行为承担责任,短任期的 CEO 离职通常反映了 CEO 继任过程中的阻碍与矛盾,表示新 CEO 没有顺利赢得组织重要利益相关者的支持,在组织权力的交接与过渡中出现问题。这既有可能是新 CEO 挑选过程中的问题,也有可能是新 CEO 上任初期评价体系的问题。

Zhang (2008) 认为企业与 CEO 候选人之间的信息不对称问题导致董事会未能选出与公司匹配的新 CEO。随着新 CEO 上任,这种不对称性逐渐降低,使得董事会发现新 CEO 难以胜任,从而决定尽早解聘新 CEO,以免造成更多的负面影响。前任 CEO 被解聘可能导致的新 CEO 挑选过程过于匆忙以及外部 CEO 天然的高信息不对称性都将加剧这一问题,而董事会中独立的 CEO 提名委员会的存在,以及提名委员会中外部董事在其他公司的任职经历都会减轻这一问题(Zhang, 2008)。Graffin 等(2013)提出新 CEO 上任初期的评价体系容易受到偏见的影响,如新任 CEO 的前任是明星 CEO 或创始 CEO,新任 CEO 在任职早期更容易被解职。也有文献认为新任 CEO 与前任 CEO 领导风格的不同会破坏团队的原有工作模式,引发抵触,最终导致新 CEO 的早期离职(Zhang & Qu, 2016)。针对这种新官上任所存在的问题应该如

何应对, 现有文献尚没有完整的答案, 值得后续进行更深入的研究。最新的一些文献指出新 CEO 曾经担任 CEO、与多元化董事会打交道的经历以及股票市场对新 CEO 任命的认可, 都可以降低新任 CEO 早期离职的概率 (Graffin et al., 2013; Zhu & Shen, 2016)。

中文文献对 CEO 早期离职这一现象还没有太多关注。根据我们的统计, 2000~2012 年中国上市公司 CEO 的平均任职年限为 2.94 年, 其中国有控股的上市公司 CEO 的平均任职年限为 3.48 年, 非国有控股的上市公司 CEO 的平均任职年限为 2.73 年。因此, 早期离职这一现象在中国也十分普遍, 但文献尚且缺乏相应的研究。未来的研究可以对 CEO 早期离职的原因、新任 CEO 如何建立自己的权威以降低早期离职率等方向更加关注。这一点我们会在第七部分“未来研究方向”中做出更多阐述。

(三) CEO 主动离职

由于主动离职行为涉及的影响因素相对简单, 在早期的文献中 CEO 的被动离职受到更多的研究关注。最近几年学者开始关注 CEO 主动离职这一现象。在关于主动离职的文献中, 部分研究探索了 CEO 薪酬水平如何影响其离职意愿和离职行为。当 CEO 薪酬过低时, CEO 会感觉到自我利益被剥削, 消极的心理感知加大了 CEO 的离职可能性 (Fong et al., 2010; 徐细雄和谭瑾, 2014)。相反, 股权激励作为长期的激励计划则具有留任 CEO 的功能。股权激励设置行权日期, CEO 为了获得未来的收益必须等待, 此时股权激励充当了“金手铐”的功能激励 CEO 留任。一些研究发现, 实施股权激励的公司能降低 CEO 变更的概率 (Balsam & Miharjo,

2007; 宗文龙等, 2013)。除此之外, 部分学者关注了退休 (Bilgili et al., 2017) 和死亡 (Quigley et al., 2017)。Bilgili 等 (2017) 发现 CEO 退休公告会引发股市的负面反应, 且企业可以利用 CEO 退休公告的语言措辞管控投资者的反应。Quigley 等 (2017) 发现在 1950 年至 2009 年间, 投资者对 CEO 突然死亡的反应显著增长, 表明 CEO 在企业绩效中所扮演的角色越来越重要。

三、公司治理结构对 CEO 离职的影响

第二部分中我们回顾发现, 企业绩效下降、第三方评级下调及企业违规行为是导致 CEO 离职的主要因素。然而这些因素对 CEO 离职的影响却不可避免地受到许多情境化因素的影响。其中, 公司的治理结构是一个重要的影响机制。公司治理结构主要包括所有权结构、董事会组成和 CEO 权力。大量研究表明, 公司治理结构的安排会影响 CEO 的变更。只有对公司治理结构的三个方面与 CEO 离职的内在关联进行一一剖析, 才能为 CEO 继任的研究现状提供一幅较全面的图景。

(一) 所有权结构

所有权结构通常包括所有权集中度、股东类型以及股权性质等。早期的文献主要聚焦在所有权集中度, 强调当公司股权较为集中时, 大股东具有监督 CEO 的强烈动机以及决定 CEO 去留的权力, 加大了 CEO 因绩效下降被解雇的可能性 (Dahya et al., 1998; Denis & Serrano, 1996; Renneboog, 2000; 李增泉, 2002)。近

期的研究更多专注于股东类型（如机构投资者）对 CEO 解职的影响。机构投资者具有雄厚的资本和有效的信息参与公司的治理活动，可以很好地监督 CEO 的行为，加大了 CEO 在企业绩效下降时被解职的概率（Chhaochharia et al., 2012）。

然而，在新兴市场上（如中国市场），由于法律和资本市场的不完善性，本应该发挥监督作用的机构投资者有可能成为 CEO 的合谋者。当机构投资者和 CEO 存在利益勾结时，为了避免以往的合作关系投资变成沉没成本，即使公司业绩差，机构投资者也会试着保护 CEO，化解其被解职的危机。比如，潘越等（2011）的研究发现，机构投资者持股比例越高，CEO 因业绩差被更换的概率越小。在此基础上，近期研究进一步从基金公司自身的治理状况出发检验机构投资者参与上市公司治理的行为。李胜楠等（2015）的研究发现自身治理状况较差的公司更可能与 CEO 合谋，降低 CEO 业绩与被动离职的敏感性；反之，如果基金公司自身治理状况较好，则不支持基金公司与 CEO 合谋的假设。

虽然中国和西方文献都从股权性质的角度来研究 CEO 继任问题，但是关注点存在差别。西方文献多关注双重股权或同股同权在对 CEO 解职的影响上是否存在差异。双重股权结构意味着企业可以采取同股不同权的形式，即股票投票权可以分为高投票权和低投票权。一般来说，高投票权的股票掌握在高层管理人员手里，加大了其对企业的控制权，有助于其构建职位壕沟。例如，相比于同股同权的结构，在双重股权结构下，企业绩效对 CEO 离职的作用较弱

（Smart et al., 2008）。而针对中国情境的文献多关注民营企业或国有企业对 CEO 离职的影响是否相同。例如，相比于国有企业，在民营企业中，公司业绩低劣更有可能导致 CEO 离职（Gao et al., 2017; Kato & Long, 2006; 王锬和李伟, 2012）。

（二）董事会结构

董事会向来被认为是公司治理的重要组成部分。作为股东的委托人，董事会担负着战略决策和监督企业日常经营活动的职责，尤其是对 CEO 的监督和任命。董事会对 CEO 的监督主要是通过董事会成员获取和利用信息的能力实现的。然而，董事会监督的有效性受到其结构的影响，如董事会规模、董事会独立性等。

早期文献已经探讨了董事会规模对 CEO 继任的影响。董事会人数越多，董事会成员之间的关系就越复杂，增加了沟通交流及协作的障碍，最终导致对 CEO 监督效率的下降。因此，随着董事会规模的扩大，CEO 因企业绩效下降而被解聘的概率更低（Lau et al., 2009; Yermack, 1996）。

大量研究是围绕董事会的监督作用对 CEO 离职的影响展开的。早期大多数文献认为董事会的独立性反映董事会的监督作用。董事会独立性越高，CEO 的离职率越高（Deutsch, 2005; Harrison et al., 1988; Knyazeva et al., 2013; Laux, 2008）。后续文献则认为研究董事会独立性如何调节公司绩效下降对 CEO 解职的作用更有意义。针对 CEO 解职对公司绩效的敏感性的研究发现：董事会独立性越强或监督力度越大，公司低绩效越会促进 CEO 的解职（Coles et al., 2014; Cornelli et al., 2013; Dahya et al., 2002;

Duchin & Schmidt, 2013; Faleye et al., 2011; Fich & Shivdasani, 2006; Flickinger et al., 2016; Guo & Masulis, 2015; Masulis et al., 2012; Mobbs, 2013; Wang et al., 2015)。

与之前的研究不同,近期的研究指出董事会的独立性并不直接等同于董事会的监督能力。Finkelstein 等 (2009) 发现内部董事或被现任 CEO 任命的董事可以保护现任 CEO 的职位安全,缓冲现任 CEO 受到负面事件 (如低绩效或违规事件) 的影响。然而,近两年的研究却得出了相反的结论。如 Gomulya 和 Boeker (2016) 认为当发生财务违规事件时,内部董事或被现任 CEO 任命的董事为了维护自身名声,会极力撇清和现任 CEO 的关系,加大了现任 CEO 被解聘的概率。除了董事会的独立性,新近的研究更关注董事会实质的监督能力。Alam 等 (2014) 的研究关注了董事会成员住所与公司之间的距离对 CEO 离职的影响。他们发现住所距离公司较远的董事会成员占全部董事会成员的比例越大,董事会成员与 CEO 的互动频率降低,越不容易受到 CEO 人际关系的干扰,进而促进了 CEO 离职对绩效的敏感性 (Alam et al., 2014)。

同时,中文文献补充指出,董事会的作用不完全靠独立董事的比例来反映。吴晓晖和娄景辉 (2008) 将独立董事分为学术型、企业型和政府背景型,并发现学术型独立董事对内部治理的积极作用最大。近期研究指出,研究董事会的独立性应该考虑董事会成员的社会独立性 (李维安等, 2017), 包括董事会成员与 CEO 的非正式关系 (如校友、同乡等) 以及与 CEO 的人口统计学特征 (年龄、专业、功能性

背景等) 的匹配程度。只有在董事会的社会独立性较高时,才能起到良好的监督作用,比如高社会独立性的董事会会加强绩效下降和企业违规行为对 CEO 离职率的正向作用 (李维安等, 2017)。

(三) CEO 权力

即便企业运营出现负面结果或环境变化使得 CEO 的能力不再胜任,当 CEO 自身权力较大并能影响决策时,其拥有的权力为自身提供了保护伞,降低了被解聘的风险。Finkelstein (1992) 把 CEO 权力分为四种: 结构权力、所有权权力、专家权力和声望权力。

早期文献在论述 CEO 权力对 CEO 离职的影响时,着重关注 CEO 两职合一以及 CEO 任期的作用。第一,CEO 两职合一的职位头衔构成了 CEO 的结构权力,增强了 CEO 在董事会中的影响力,降低了因绩效下降导致的被解聘概率 (Goyal & Park, 2002; 缪柏其等, 2008)。同时,CEO 的结构权力还受到其他高管成员结构权力的威胁。例如,当公司绩效陷入低迷时,首席运营官或总裁职位被其他高管成员担任促进了 CEO 的离职 (Zhang, 2006)。第二,CEO 的任期越长,对公司的业务经营和内部人事关系越了解,带给 CEO 的专家权力越多。CEO 任期越长,越低能降低 CEO 因绩效低被解职的可能性 (Dikolli et al., 2014; 宋德舜和宋逢明, 2005)。

随着研究的深入,近期文献对 CEO 权力有了更深入的探讨。除了 CEO 任期长短与两职合一之外,学者开始关注 CEO 的薪酬比例、经 CEO 推荐的其他高管和董事会成员任职比例、CEO 的创始人身份及 CEO 兼任的外部董事数目如何反映 CEO 的权力且如何影响 CEO 的离职。

首先, CEO 的薪酬高低和经 CEO 推荐的其他高管和董事会成员任职比例高低代表着 CEO 结构权力的大小。在前五大高管中, CEO 的薪酬比例越高, 反映 CEO 相对权力越大, 降低了 CEO 因绩效低被解职的可能性 (Bebchuk et al., 2011)。同时, 在 CEO 任期内, 经 CEO 推荐的其他高管和董事会成员任职比例越高, 越有助于其构筑职位壕沟, 降低了违规行为后的 CEO 解职率 (Khanna et al., 2015)。

其次, CEO 的创始人身份会带给 CEO 所有权权力。倘若 CEO 是创始人, 这样的公司往往会出现非常明显的创始人保护效应。研究表明, CEO 的创始人所有权权力可以降低会计违规行为带来的解雇风险 (Leone & Liu, 2010; 瞿旭等, 2012)。若 CEO 是职业经理人 (不具有创始人身份), 且本公司的创始人担任董事职务监督 CEO, 此时 CEO 的权力受到了限制, 其更容易因企业绩效低被解职 (Li & Srinivasan, 2011)。

最后, 在其他公司兼任外部董事为 CEO 提供了声望权力。在其他公司兼任的外部董事数目越多, 在公司绩效变化时 CEO 越能免于被解雇的惩罚 (Flickinger et al., 2016)。

不同于西方文献, 国内学者认为在中国这种新兴市场上, CEO 的政治关联是其权力的重要支撑之一, 大大增强了 CEO 的声望权力。国内学者逐渐从政治关联的角度来探索 CEO 继任问题。中国的人际关系文化影响着企业的治理行为。在这种关系型社会中, CEO 的经济行为嵌入到各种社会网络关系中, 其中政治关联扮演着非常重要的角色。对于具有政治关联的企业而言, 传统的公司治理机制很容易被扭曲, 难以有效发挥作用 (游家兴等, 2010)。政治关

系的加强常常会诱导政府官员对企业的经营活动进行行政干预, 不是站在股东利益最大化的立场做出决定, 这其中就包括 CEO 的解聘和任命。CEO 拥有的政治资源可以助其构建职位壕沟, 这种“职位壕沟效应”降低了 CEO 因经营不善或因企业违规行为而被迫离职的可能性 (王锬和李伟, 2012; 游家兴等, 2010; 许年兴等, 2013)。近期的中文文献进一步发现高管政治关联对高管起到的保护作用在不同所有权控制的公司影响不同。周林洁和邱汛 (2013) 发现在非国有企业中, 总经理无政治关联时, 其变更与公司业绩负相关; 在国有企业, 相反地, 由于国有企业的所有权性质天然具有政治关联, 所以国有企业的总经理无论有无政治关联, 其变更都与公司业绩负相关。

四、CEO 的继任类型

CEO 继任的人选类型可分为外部聘任、内部继任以及代理 CEO。外部聘任往往指公司的新任 CEO 从公司外部而非内部高管中聘选。内部继任与外部聘任相反, 包括内部跟随者继任和内部竞争者继任。内部跟随者继任是在公司内提前指定未来继承人, 对其有明确的培养计划, 当现任 CEO 卸任后, 此继承人成为下一任 CEO; 内部竞争者继任是公司没有指定明确的未来接班人, 高管之间相互竞争以决出下一任 CEO。严格来说, 代理 CEO 是公司在没有找到下一任长期继任者时采取的权宜之计, 因此不适合与内部继任和外部继任放在一起做对比, 本文将在下文中单独讨论代理 CEO。

（一）内外部 CEO 继任对比

从公司外部选聘新一任 CEO 被称为外部继任，通常发生在公司出现明显的绩效下降或企业违规行为被披露之后，对战略变革的需求是外部继任的根本动因（Dalton & Kesner, 1985; Datta & Guthrie, 1994; Karaevli, 2007; Shen & Cannella, 2002a; Zhang & Rajagopalan, 2010）。企业选择外部继任 CEO 可以向关键的组织利益相关者释放组织进行彻底改变的信号，帮助组织获得利益相关者的持续支持（Connelly et al., 2016; Shen & Cannella, 2002a; Zhang & Rajagopalan, 2010）。部分学者认为外部继任对公司有正向影响，通过向股市传达变革的积极信号，会增加公司的市场价值（Daily et al., 2000; 黄继承和盛明泉, 2013）。然而，另外一些学者认为，外部继任也有其缺点。从外部市场选聘 CEO，董事会面临着信息不对称的问题，无法真正了解外部 CEO 的能力（Shen & Cannella, 2002a; Zhang, 2008）。外部 CEO 对企业独特的隐性知识无法全部消化，再加上与内部高管团队成员的工作配合问题，都会对其工作造成阻碍（Shen & Cannella, 2002a）。

内部跟随者继任是在公司内提前指定未来继承人，对其有明确的培养计划。对内部跟随者而言，一个重要的问题是能否顺利继任。大部分学者从权力、绩效以及战略稳定性的视角对这一问题进行了分析。首先，内部跟随者自身的权力可以增加他在公司内部的影响力，使其更可能继任 CEO 职位（Cannella & Shen, 2001; Zhang & Rajagopalan, 2003）。然而，现任 CEO 利用权力构建的职位壕沟（Cannella & Shen, 2001），以及其他非指定接班人的高管具

备类似的权力和技能（Zhang & Rajagopalan, 2004），都会降低内部跟随者继任的可能性。其次，公司战略及行业的不稳定性大大降低了内部跟随者继任的可能性（Zhang & Rajagopalan, 2004）。内部跟随者顺利继任后，对公司绩效有正面影响。这是因为内部跟随者在培养期间直接参加了决策的制定，又与内部及外部利益相关者形成了良好的网络关系，建立了自身的权力基础（Shen & Cannella, 2003; Zhang & Rajagopalan, 2004）。另外，内部跟随者的提前选定为正式接任留出了足够多的准备时间，减少了 CEO 更替给组织带来的动荡，进而对股东财富有正向的影响（Shen & Cannella, 2003）。

内部竞争者继任是公司没有指定明确的未来接班人，高管之间相互竞争来决定谁成为下一任 CEO。当现任 CEO 缺乏内部成员和外部董事的支持时，就有可能出现内部竞争者继任，得到董事会支持的高管可能对现任 CEO 取而代之（Shen & Cannella, 2002b）。同时，如果非 CEO 高管在董事会占有一席之地或拥有公司的股权，他们有相对充足的权力和动机去监督甚至挑战现任 CEO，提高了内部竞争者继任的可能性（Shen & Cannella, 2002b; Zhang & Rajagopalan, 2003）。学者普遍认为内部竞争者可以加强继任后的公司绩效（Shen & Cannella, 2002a; 柯江林等, 2007）。第一，由于董事会和内部竞争者长期接触，董事会对其能力相对了解，减少了逆向选择问题的发生，即胜出的竞争者是完全匹配 CEO 职位要求的（Shen & Cannella, 2002a）。第二，内部竞争者得到了董事会的支持，董事会通常会支持内部竞争者开展的战略活动（Shen & Cannella, 2002a）。第

三, 内部竞争者掌握公司的专有知识。内部竞争者对现有战略的制定过程、公司内的人事关系以及公司的经营环境非常了解, 由其开展的高管团队重组能够维持权力过渡期公司内部稳定性, 且由其制定的新战略更匹配公司需求 (Shen & Cannella, 2002a; 柯江林等, 2007; 刘新民和王垒, 2012)。

过去的文献对继任类型有较清晰的实证测量方式。外部继任一般指在晋升 CEO 之前不在本公司任职的继任者 (Shen & Cannella, 2002a, 2002b) 或指接任 CEO 职位时在本公司任期小于两年的继任者 (Zhang & Rajagopalan, 2003, 2004)。在区分两种内部继任类型时, 内部追随者继任是公司内部选定的法定继承人 (通常在公司至少有两年的任期且肩负首席运营官或总裁的头衔) 成功晋升 CEO 职位 (Zhang & Rajagopalan, 2003、2004); 内部竞争者继任是除了上述法定继承人之外的其他高管人员继任 CEO 职位 (Zhang & Rajagopalan, 2003)。新的文献对原有的内外部继任者的划分方式提出了一定的质疑。Karaevli (2007) 以及 Karaevli 和 Zajac (2013) 认为继任类型不应该简单地划分为内部继任和外部继任。他们指出继任 CEO 的“局外人”身份应该是一个连续性的指标, 衡量的是继任者的本公司和本行业工作经历所能带给本公司的新知识、新观点、新技能及新领导风格的程度。在测量该变量时, 他们分别给予本公司任期和本行业任期不同的权重, 并用标准化后的本公司任期和本行业任期构建了一个连续性的综合指标来反映新任 CEO 的继任类型。

内外部继任这一思路为继任类型的研究提

供了重要的思路, 然而在中文文献针对中国家族企业高管继任的研究中, 研究者往往用职业经理人 vs. 家族内部成员继任这一维度对继任类型进行区分。一方面, 随着家族企业的发展壮大, 家族企业面临着管理才能短缺问题, 需要聘用职业经理人 (李新春和苏晓华, 2001)。而另一方面, 家族企业往往希望企业控制权和所有权在家族成员内部传承, 这样就往往出现“子承父业”的现象 (李新春等, 2015)。而家族企业在职业经理人和内部传承之间的选择往往受到家族企业主的制度环境感知和政治地位的影响: 不利的制度感知往往会降低家族企业主的传承意愿, 而占据有利的政治地位能够减缓不利制度环境感知对家族企业主传承的负向影响 (何轩等, 2014)。

(二) 代理 CEO

代理 CEO 是在前任 CEO 离职后, 董事会没有找到合适的长期继任者, 只好临时委派可以暂代 CEO 职责的其他高管成员 (Ballinger & Marcel, 2010; Mooney et al., 2017)。也有一些学者认为, 代理职位的设置是董事会试探代理 CEO 是否匹配正式 CEO 职位的要求, 以降低选错人的风险 (Ballinger & Marcel, 2010)。早期的文献并不关注代理 CEO, 在研究中一般将代理 CEO 作为特殊情况排除在外。然而随着近年来 CEO 解聘率的上升和代理 CEO 的增多, 新近的文献开始关注代理 CEO 这一现象。近期的研究发现, 在代理 CEO 任职期间, 下一任 CEO 的人选一直是不确定的, 这使得高管内部容易为悬而未决的 CEO 职位展开权力斗争, 权力斗争伴随的不稳定性容易对公司的财务绩效造成负面影响, 从长期来看甚至会降低公司的生存概

率 (Ballinger & Marcel, 2010)。因此,聘任代理 CEO 往往会向投资者传递企业在领导力变动上犹豫不决的信号,引起投资者的负面反应 (Gangloff et al., 2016)。与此同时,行业的动态变化会使代理 CEO 面临更多的挑战,加重这一负面影响 (Ballinger & Marcel, 2010)。不过,如果代理 CEO 兼任董事长,则可以降低高管团队内部的权力斗争,减弱代理 CEO 对公司绩效和公司长期生存造成的负面影响 (Ballinger & Marcel, 2010)。同时,在任职期间,代理 CEO 倾向于采取向上盈余管理的措施,提高自己在利益相关者心目中的形象,增大晋升正式 CEO 的概率 (Chen et al., 2015)。

五、CEO 继任后的战略变革

CEO 变更在改变公司战略方向上有非常重要的作用 (Gordon et al., 2000; Greiner & Bhambri, 1989)。即使没有面临低劣的业绩或动态的环境,新 CEO 的继任也会大大提升战略变革的可能性 (Gordon et al., 2000)。为了证明自身的能力和快速建立权威,新任 CEO 会打破组织惯性,废除前任 CEO 制定的效果不佳的战略决策,推动新的战略变革的实施 (李维安和徐建, 2014)。

企业的战略变革主要表现为资源配置的变化,如在研发投入、广告投入、固定资产更新上的变化 (Karaevli, 2007; Karaevli & Zajac, 2013; Zhang, 2006; Zhang & Rajagopalan, 2003, 2004, 2010),或者表现为企业多元化程度的变化 (Westphal & Fredrickson, 2001; Wiersema, 1995; Wiersema & Bantel, 1992)。

早期的文献强调 CEO 继任前的企业业绩会影响战略变革。当公司业绩较低时,新任 CEO 面临较大的外部压力,有更强的动机实施战略变革。不仅如此,公司绩效下降通常会导致前任 CEO 被解聘。而解聘前任 CEO 一直被视为战略变革的重要信号,同时也会降低新任 CEO 执行战略变革的阻力 (Karaevli & Zajac, 2013)。

过往文献指出不同的 CEO 继任类型对战略变革的推动力度及效果是不一样的。与内部继任者相比,外部继任的 CEO 更有动力实施战略变革。内部继任者又分为内部跟随继任者和内部竞争继任者。内部跟随者由于长期在公司任职并担任前任 CEO 的副手 (如首席运营官),继任前就已经了解并参与制定公司的战略决策,因此继任后对战略变革的推动力度较小 (Barron et al., 2011; Minichilli et al., 2014; Shen & Cannella, 2002a; 柯江林等, 2007; 刘新民和王垒, 2012)。有研究发现,内部跟随者任期越长,对战略现状的维护倾向越强,越会坚持原有战略 (Karaevli & Zajac, 2013)。相反地,内部竞争者通过在内部竞争中胜出,往往会通过战略变革来展现自身的能力 (Barron et al., 2011; Shen & Cannella, 2002a; 柯江林等, 2007)。然而,由于内部竞争者毕竟是从内部提拔的,相比于外部继任者,内部竞争者在一定程度上受限于组织内的社会关系网络,倾向于维持内部经营的稳定性,战略改革力度通常不如外部继任者剧烈 (Karaevli, 2007; Karaevli & Zajac, 2013; Shen & Cannella, 2002a)。

与内部继任者相比,外部继任 CEO 有更强的战略变革动机,同时在外部资源整合上更占有优势,如具有丰富的工作背景 and 经历 (Daily

et al., 2000; 刘新民和王垒, 2012), 掌握先进的知识和技能 (Chen & Hambrick, 2012; Karaevli & Zajac, 2013), 可以帮助公司获取发展新业务所需的外部资源。然而, 外部继任 CEO 不熟悉公司内部的环境和现状 (Daily et al., 2000), 不太了解组织中其他关键利益相关者的偏好 (陈冬华等, 2011), 不易整合企业内部资源。为了更好地整合内部资源以保证新战略的有效执行, 外部继任 CEO 经常采取措施与员工构建良好的关系进而得到他们的大力支持, 如给员工加薪。陈冬华等 (2011) 发现, 为了更好地使自身主持的工作步入正轨, 外部继任 CEO 往往会采取提高职工工资的方式向员工传递友好的信号, 以期为其内部政治利益联盟的建立奠定良好的基础。

近期的文献在上述研究的基础上, 进一步指出新任 CEO 继任后的战略变革行为不仅受到新任 CEO 自身特点的影响, 还受到前任 CEO 与董事会的影响。比如, Quigley 和 Hambrick (2012) 发现, 若前任 CEO 离职后仍担任董事会主席, 会限制新任 CEO 的决策自主权, 阻碍新任 CEO 进行战略变革。不同于国外研究, 国内学者引入了独立董事的作用, 发现独立董事可以抑制 CEO 继任对战略变革幅度的正向影响 (李维安和徐建, 2014)。进一步, 国内学者将战略分为长期战略和短期战略, 其中研发投入属于长期战略。为了向董事会证明自己的能力, 新 CEO 在任职初期需要做出突出的成绩, 往往会非常重视短期战略, 减少在长期战略上的投入 (刘鑫和薛有志, 2015)。

在研究新任 CEO 如何影响战略变革时, 学者对战略变革的测量也是不一样的, 主要分为

以下三种: ①从资源配置的角度衡量战略变革的幅度, 主要体现在研发投入、广告投入、固定资产更新、非生产性管理支出、存货水平以及财务杠杆资源配置上的变化 (Karaevli, 2007; Karaevli & Zajac, 2013; Zhang, 2006; Zhang & Rajagopalan, 2003, 2004, 2010); ②用多元化程度的变化来衡量战略变革 (Westphal & Fredrickson, 2001; Wiersema, 1995; Wiersema & Bantel, 1992); ③用核心业务规模的变化来衡量战略变革 (Nakauchi & Wiersema, 2015)。

在继任后的战略变革这一问题上, 中国的家族企业代际传承继任者面临一个特殊的问题。代际传承是指家族企业由创始人一代传承到家族中的二代成员 (父子传承) 的过程。家族成员的涉入是家族企业区别于其他私营企业最重要的特征之一 (杨学儒和李新春, 2009)。二代继任者由于从家族父辈处接手企业, 通常面临着自身权威合法性不足的问题。近期研究提出, 二代继任者如果将继任后的战略变革更多地用于探索新的行业, 而非在父辈创业的传统领域内进行改革, 将更好地解决与一代创业者在价值观和经营理念等方面的差异和行为分歧, 同时减轻非家族创业元老对二代继任者的排斥, 帮助二代继任者建立组织内的权威 (李新春等, 2015)。

六、CEO 继任后企业 绩效的变化

CEO 的能力、偏好与决策都是影响企业战略和企业绩效的重要因素, 因此 CEO 的更换与继任通常会对企业绩效产生重要影响。“更换

CEO 能否改进企业绩效”也成为 CEO 继任研究中的重要研究问题，不同的理论视角对这一问题的解答提出了不同的思路，本部分将对此进行回顾。

首先，秉持代理理论的研究者认为 CEO 离职是董事会督促偏离股东利益的 CEO 离开管理岗位、解决代理问题的一种途径。代理理论强调企业的所有者和经营者相分离会产生一系列的代理问题。作为代理人的管理者（如 CEO）有动机最大化自身效用而非股东利益，导致企业绩效下降或爆发企业违规行为。因此代理理论认为，董事会会通过迫使表现不好的 CEO 离职来约束经理人的机会主义行为。因此 CEO 的更换代表解聘表现不佳的 CEO，传递了正向的股东价值。比如研究发现，当企业绩效下降或出现违规行为时，解聘现任 CEO、从外部聘任新 CEO 可以向投资者传达致力于改变公司现状的信号，可以促进投资者的积极反应（Connelly et al., 2016; Gangloff et al., 2016）。

其次，部分学者认为 CEO 更换能使高管技能和企业的竞争环境更加契合。当原有 CEO 的能力难以胜任时，董事会将从经理人市场中聘任能力更强的继任者。因此，新任 CEO 的能力在一定程度上决定了继任后的企业绩效（Chen & Hambrick, 2012）。行业经验是衡量 CEO 能力的重要指标之一。拥有丰富行业经验的 CEO 不仅具有较强的快速学习和适应能力，还具有将不同的知识巧妙地运用到企业中的能力，对继任后的绩效起到了正向的促进作用（Georgakakis & Ruigrok, 2017）。中文文献经常通过新任 CEO 的学历、职业背景和年龄来衡量 CEO 的能力。研究发现，新 CEO 的学历和股价反应

的关系呈倒 U 形，即新 CEO 的学历过高或过低对股价不利，本科学历会引起最好的股价反应（黄继承和盛明泉，2013；姜付秀等，2012）。此外，有财务经历的新任 CEO 能引起正向的股价反应（姜付秀等，2012）。但新任 CEO 年龄却与股市反应呈负向关系（黄继承和盛明泉，2013）。同时，新任 CEO 的能力与公司的契合度也会正面影响继任后企业的绩效。比如，当企业意图从事国际化业务时，聘请具有丰富国际化经验的 CEO 能满足企业战略需求，对企业绩效产生正向影响（Georgakakis & Ruigrok, 2017）。近期的研究还发现，由于 CEO 候选人是由董事会挑选的，董事会挑选 CEO 的能力越强，即独立董事的人力资本和社会资本越高时，CEO 继任后绩效越好（Tian et al., 2011）。

也有学者认为 CEO 更换伴随的领导权转换增加了公司未来的不确定性，而且前后两任 CEO 权力的交接与过渡，以及新 CEO 上任后对组织的变革，通常会对原有的组织惯例（routine）造成破坏，给公司带来一定程度的动荡。CEO 继任计划能通过长期培养接班人和提前计划接班行为来减轻这种动荡带来的负面影响，因此当企业绩效保持稳定的良好态势时，法定继承人的提前选定和顺利晋升，正向刺激了股东财富效应（Shen, 2003）。反之，如果领导权转换带来的动荡过于强烈，可能负面影响该公司的绩效。过往文献指出，当继任 CEO 和离任 CEO 性别不一样时，由性别转变引发的领导风格的变化破坏了原有团队既定的合作模式和规则，降低了继任后的绩效（Zhang & Qu, 2016）。当新任 CEO 与公司现高层管理团队的成员人口学特征更接近时，新任 CEO 会对继任

后的绩效产生正向影响 (Georgakakis & Ruigrok, 2017)。新任 CEO 不仅需要与公司高管打交道, 更需要赢得董事会的支持。研究表明, 在面对人口学特征相对简单的董事会时, CEO 更容易和董事会建立良好的关系, 获取他们的支持, 进而提高企业绩效 (Zhu & Shen, 2016)。

最后, 由新 CEO 发起的战略变革本质会影响继任后的企业绩效。当进行战略变革时, 如何控制战略变革的速度对企业绩效改善有着重要的意义。由于不太了解公司的内部经营和外部环境, 外聘 CEO 进行战略变革不宜过快, 谋定而后动的战略变革才能正向影响继任后的公司绩效 (Karaevli, 2007)。由于原有的高管成员对新任外部 CEO 和新战略有抵触情绪, 适度的高管团队重组会对外部 CEO 继任后的绩效产生正向影响 (Karaevli, 2007)。但不恰当的高管团队重组会对企业绩效产生负面影响: 一方面, 原有的高管成员具备企业特定的隐性知识, 他们的离去会导致这部分有价值知识的丧失 (Bilgili et al., 2017); 另一方面, 在领导权转换期, 高管团队成员的离去, 加大了权力交接期不确定性带来的动荡和混乱。在此基础上, 一些学者提出, 高管团队重组的恰当与否取决于新任 CEO 对高管成员的了解, 比如外部继任者由于缺乏了解, 容易错误地淘汰能力优秀的高管, 造成团队成员之间关系紧张, 导致团队合作生产力的下降, 最终降低企业绩效 (Shen & Cannella, 2002a; 柯江林等, 2007), 而内部继任者能在了解和认真评估的基础上淘汰不能适应新战略的高管成员, 减少新战略推行的阻力, 保证领导权转换期间公司内部稳定性, 最终

提高企业绩效 (Shen & Cannella, 2002a; 柯江林等, 2007)。

七、未来研究方向

国内现有文献对 CEO 继任的研究大多从 CEO 离职前因、CEO 继任类型、继任后的战略变革以及企业绩效等角度展开分析, 然而对 CEO 的早期离职和新任 CEO 在上任初期如何管理领导力交接的过程、如何建立自己在企业内的权威 (authority) 缺乏足够的探索 and 了解。此外, 关于中国企业 CEO 继任的研究应该充分利用与中国有关的情境, 进而最终提炼一个可以运用到全球范围内的综合理论框架 (Shenkar, 2017)。基于此, 未来研究需要进一步考察中国企业 CEO 继任的特性。接下来, 本文将重点围绕三个方面提出未来需要关注的研究问题。

(一) CEO 早期离职

越来越多的研究发现, CEO 在任职早期的解聘风险显著高于其他时期 (Shen, 2003)。在任职早期, CEO 仅仅是获得了董事会对他的“临时授权” (tentative authority) (Shen, 2003), 尚且没有得到组织中其他关键利益相关者的支持和认可。如果新任 CEO 不能赢得组织中关键利益相关者的支持, 不能在公司内部建立自己的权威 (authority), 则可能会被认为能力不足以胜任 CEO 一职, 遭到解聘。尽管部分国外学者已经在解释 CEO 早期离职的原因方面做出了一定努力, 但国内对这方面的研究相对空白。而事实上, 据我们基于 CSMAR 数据库的统计, 2000~2012 年中国上市公司 CEO 的平均任职年限为 2.94 年, 其中国有控股的上市公司 CEO

的平均任职年限为 3.48 年，非国有控股的上市公司 CEO 的平均任职年限为 2.73 年^①。新任 CEO 在早期遭到解聘，不仅会对 CEO 本人的职业声誉造成负面的影响，对企业也将造成较大的伤害。一方面，CEO 继任通常带来企业内部流程的调整和人事的变迁，短期反复解聘 CEO 将使企业的战略和运营都陷入混乱。另一方面，解聘新任命的 CEO 通常会打乱企业选择继任 CEO 的计划和思路，在没有充分准备的情况下企业很难选择到合适的 CEO 人选，则可能陷入“任命—解聘—再任命—再解聘”的恶性循环中。因此，不论是从 CEO 个人的角度，还是从企业长期发展的角度，新 CEO 如何顺利完成权力交接都是十分重要的研究问题。但目前国内文献对新 CEO 如何有效化解早期被解聘的风险这一问题，尚无全面的研究。针对这一现状，我们提出未来可能的三个研究方向。

第一，新任 CEO 如何主动进行印象管理 (impression management)，获取重要的组织利益相关者的认可，推动领导力交接的顺利进行。印象管理是指个体试图建立、维持或改变他人对自己印象的行为策略 (Gardner & Martinko, 1988)。后续的研究发现印象管理主要包括示范 (exemplification)、自我推销 (self-promotion)、逢迎 (ingratiation)、示弱恳求 (supplication)

和恐吓 (intimidation) 五种策略 (Jones & Pittman, 1982)。国内学者针对中国情境，研究了在出现负面报道后国企和民企印象管理策略的差异，发现负面报道后，民企比国企更倾向使用声明策略 (杨洁和郭立宏, 2017)。类似地，新上任的 CEO 也会采取一些印象管理的策略。新 CEO 继任后，通常需要与重要的组织利益相关者，如股东、高管团队、供应商等，建立良好的关系。之前的研究表明一些特定的继任情境可能会提高新任 CEO 进行领导力交接的难度，如 Quigley 和 Hambrick (2012) 发现前任 CEO 留任董事会主席将会对新任 CEO 继任产生掣肘，同样地，Graffin 等 (2013) 发现股东对新任 CEO 的负面评价 (表现为新 CEO 任命消息发布当天，股价下跌) 将显著提升新任 CEO 的早期解聘风险。未来的研究可以在这些研究的基础上，进一步研究当新任 CEO 面临这种不利继任条件时，如何主动通过印象管理来影响组织中关键利益相关者对自己的态度，从而减少这种不利条件带来的负面影响。同时，由于不同的不利情境可能由不同的组织利益相关者导致，管理不同的组织利益相关者可能需要不同的影响手段 (influence tactics)。比较不同的影响手段如何对不同的利益相关者产生作用，也是一个十分重要的问题。

^① 国外文献一般认为 CEO 的早期离职是指新聘任 CEO 在上任后三年内被动离职的情形 (Zhang, 2008)。进一步，对早期离职的研究更多地集中在 CEO 的被动离职而非主动离职。在实证测量上，西方文献对被动离职和主动离职的区分主要采取两种方法：第一种方法是根据 CEO 的年龄和在董事会任职情况来识别 CEO 是否被动离职。除了 CEO 突然死亡、健康问题等导致的离职之外，CEO 在 64 岁之前离职 (包括辞去 CEO 职位和董事会席位)，此类继任事件被当作 CEO 被动离职 (Shen & Cannella, 2002a, 2002b)。第二种方法利用新闻报道来识别 CEO 离职时的情境。在新闻事件披露时，前任 CEO 辞去 CEO 职位但仍保留其他职位 (如董事长)，前任 CEO 辞职后任职其他企业同等水平的职位，CEO 退休及健康原因导致的离职等，被当成主动离职；前任 CEO 被罢黜，低绩效导致的突然离职，未披露原因的离职，绩效问题引起的提前退休等，被当成被动离职 (Zhang, 2008)。在中国的上市公司中，虽然 CEO 的平均任期小于 3 年，但有可能是由于工作调动 (比如平级调动、升任) 等原因所致，因此在开展早期离职的研究时，需要进一步结合中国情境定义早期离职。

第二, 新任 CEO 上任后初期的战略行动受哪些继任情境因素的影响以及这些战略行动将如何影响组织内成员和外部利益相关者对新任 CEO 的评价。过去的研究往往忽略新任 CEO 上任之初如何通过战略行动证明自己对新岗位的胜任能力。换言之, “新官上任三把火” 这句话代表的现象和问题, 在研究中并未得到足够的重视。在新任 CEO 能够对公司产生全面的影响之前, 他们需要通过一定的行动来证实自己的能力。由于每个新任 CEO 继任时的情境因素各不相同, 研究新任 CEO 如何在不同的继任情境下表现自己继任后的战略行动, 对学术研究和管理实践都有很大的启发意义。同时, 我们也希望研究新任 CEO 的战略行动如何影响组织内外的关键利益相关者对新任 CEO 的评价。比如, 进行更多战略行动的外部继任 CEO 是否能获得更多的好评?

第三, 从动态竞争的观点看 CEO 继任也是一个值得研究的方向。动态竞争理论是以成对企业 (pairwise) 为分析单位来阐述企业之间的竞争关系, 并预测企业之间何时、以何种方式进行战术攻击行为或战术防御行为 (Chen, 1996)。动态竞争理论关注的问题主要是企业对竞争对手战术攻击行为的回应速度和方式。针对这个问题, 过去研究常常从行动本身和企业规模等角度进行解释 (Chen & Hambrick, 1995; Chen & MacMillan, 1992; Chen & Miller, 1994)。然而, 当企业处在新 CEO 上任初期时, 企业对竞争对手的进攻行为可能会具有不同的回应速度和回应方式。新任 CEO 上任初期通常伴随着一定程度的流程调整和人事变迁, 从而导致继任期间的内部紊乱 (disruption)。一个有

意思的研究问题是竞争对手是否会利用这一特殊时期对公司发起战术攻击 (actions)。同样地, 发生 CEO 继任的公司对竞争对手的战术攻击的反应 (response) 也值得研究。发生 CEO 继任的公司是会因为 CEO 继任的内部紊乱 (disruption) 降低对竞争对手战术攻击的反应能力, 还是会因为新任 CEO 需要证明自己胜任 CEO 一职而对竞争对手的战术攻击做出更强烈的回应? 这些行为是否会受到新任 CEO 的继任情境和个人特征的影响? 通过研究这些问题, 我们不仅能对 CEO 继任的文献做出理论贡献, 还能更好地整合 CEO 继任与动态竞争理论。

(二) 家族企业和国有企业的 CEO 继任研究

现有基于美国的 CEO 继任研究大多考察股权高度分散的上市公司内 CEO 继任的前因和后果。然而由于中国正处于转型经济之中, 企业的所有权结构相对复杂, 家族企业和国有企业是最为常见的两类特殊企业。目前, 国内文献已经对这两类企业内的 CEO 继任现象进行了一系列研究。然而, 这些研究在丰富和拓展 CEO 继任相关理论和视角方面尚有进一步发展的空间。

第一, 在选聘 CEO 时, 家族企业如何在职业经理人和家族成员之间进行选择。现有关于中国家族企业 CEO 继任的研究大多集中考察家族内部传承。然而, 在中国还有相当大比例的家族企业选择聘用职业经理人而不是选择家族成员担任 CEO。家族企业在选择 CEO 时面临着两难困境。一方面, 由于中国整体制度发展尚不完善, 职业经理人市场还没有真正建立起来, 家族企业主对职业经理人的品德和能力均缺乏

了解（李新春，2003）。而另一方面，在企业成长到一定阶段之后，家族成员的人力资本和社会资本很有可能难以满足企业进一步发展的需要。基于此，未来研究可以深入探讨中国的家族企业在什么情况下会引进职业经理人担任 CEO。

第二，聘任职业经理人担任 CEO 的家族企业在聘任之后如何正确处理好职业经理人和家族成员之间的关系。家族企业受到控股家族高度控制。一方面，不少家族企业甚至在企业内部给予家族成员特殊关照。这很有可能造成职业经理人对企业缺乏认同感，随时寻找新的就业机会。而另一方面，由于对职业经理人的品德和能力缺乏信任，控股家族对职业经理人又处处防范。这些因素都会造成家族企业内由职业经理人担任的 CEO 很有可能很快离职。基于此，未来研究可进一步探讨如何才能加深职业经理人和家族成员之间的信任和合作，从而为家族企业可持续发展创造条件。

第三，国有企业 CEO 是否能够进入非国有企业经理人市场。在中国，国有企业的 CEO 选拔和继任过程与非国有企业存在很大不同。国有企业归各级政府管辖，其 CEO 往往对应着一定的行政级别。这些 CEO 很有可能随时离开企业担任政府官员。因此，国有企业 CEO 的职业经理人市场和非国有企业 CEO 所在的职业经理人市场不尽相同。现有关于国有企业 CEO 继任的研究主要考察这些 CEO 的政治晋升动机。然而，在现实中并不是所有的国有企业 CEO 都一味关注政治晋升。考虑到国有企业 CEO 薪酬普遍低于非国有企业 CEO，有的国有企业 CEO 也试图增加自己的人力资本和社会资本，从而为

未来进入非国有企业担任职业经理人创造基础。基于此，未来研究可以进一步探讨：什么样的 CEO 会试图进入非国有企业经理人市场？而这些 CEO 在担任国有企业 CEO 时做出的战略决策和其他国有企业 CEO 又有何不同？

（三）正式制度和非正式制度对 CEO 继任的影响

所有的商业决策，包括 CEO 聘任和 CEO 离任，都会受到正式制度和非正式制度的影响。然而要通过实证对正式制度和非正式制度的影响进行研究却非常困难。这类研究中的一个研究方式是进行跨国研究（如，Defond & Hung，2004）。然而，一方面，跨国研究需要收集多个国家内公司的样本，数据收集具有一定的难度。而在中国进行该类研究却具有天然的优势，也为拓展 CEO 继任研究相关理论创造了条件。中国在改革开放之后逐步放权给地方政府，这造成中国各个地区制度发展不均衡。另一方面，中国各个地区的地区文化也存在很大不同（李新春等，2016）。此外，中国境内各个行业对民营企业和外资企业的开放程度不尽相同，从而不同行业内的制度发展水平也存在差异。这为我们拓展现有 CEO 继任研究提供了一个机会，即正式制度和非正式制度对于 CEO 继任的前因以及后果究竟具有什么样的影响。

第一，正式制度对 CEO 继任的影响。现有关于正式制度对 CEO 继任的影响研究主要考察投资者保护对于 CEO 离任的影响。未来研究可以进一步深入探讨中国不同地区中介市场发展水平，特别是职业经理人市场发展水平，对于 CEO 继任的影响。在职业经理人市场发展水平比较高的地区，可供选择的职业经理人相对较

多,猎头公司也能够提供职业经理人的较为全面的信息。在这种情况下,公司能够更为放心地从外部聘用 CEO。另外,研究者也可以探讨不同地区的政府干预水平是否对于企业选聘 CEO 产生影响。在政府干预水平比较高的地区,CEO 可能需要承担更多的与政府建立关系的责任。这些公司从而更有意愿选择具有政治联系的经理人来担任 CEO。

第二,非正式制度对 CEO 继任的影响。现有 CEO 继任研究很少考察非正式制度对 CEO 继任的影响。其中的一个例外是 Chung 和 Luo (2013) 针对中国台湾地区上市公司的研究。他们发现在中国台湾地区,相对于内部继任者,外部继任者能够更好地提升公司绩效。而这种外部继任者的绩效提升作用在以市场为基础的制度逻辑占主导地位的行业更为突出。未来针对中国 CEO 继任的研究可以采用类似的方法考察不同行业的非正式制度如何影响 CEO 继任过程。此外,中国的各个地区在信任和关系文化等方面也存在很大差异,这些非正式制度也很可能对 CEO 继任产生影响。比如,在信任度比较高的地区,企业所有者很有可能对于陌生的职业经理人更具有信任感,从而更敢于从经理人市场上寻找新的 CEO。另外,在关系文化比较盛行的地区,企业在选聘新的 CEO 时可能更为关注经理人的社交技巧以及其所拥有的社会资本。

八、结语

CEO 的继任问题一直是学术界和企业界共同关注的焦点。已有文献对 CEO 继任问题进行

了大量探讨。本文利用中英文数据库统计了 2000 年至 2016 年以 CEO 继任为研究主题且发表在国内一流期刊上的文章,以 CEO 离职前因、公司治理结构对 CEO 离职的影响、CEO 继任类型、CEO 继任后的战略变革以及继任后的企业绩效影响为整合框架来梳理和讨论相关文献。在时间上,本文对 2000~2008 年与 2009~2016 年 CEO 继任研究的异同做了纵向对比;在空间上,本文对西方和中国 CEO 继任研究的异同进行了横向对比。在此基础上,本文认为 CEO 早期离职问题有待进一步深入探讨,并提出了 CEO 任职早期如何管理权力交接过程,继任情境如何影响 CEO 任职早期的战略行动等一系列有待于深究的研究问题。结合中国的情境,本文认为 CEO 继任的未来研究方向也可以关注家族企业和国有企业的 CEO 继任问题,以及正式制度和非正式制度对 CEO 继任的影响,并提出了一系列有意义的研究问题。在前人研究基础上,本文提出的未来研究方向可以丰富和拓展 CEO 继任研究的理论框架。

(接受编辑: Wei Shen)

收稿日期: 2017 年 5 月 31 日

接受日期: 2017 年 10 月 25 日)

参考文献

- [1]陈冬华、陈富生、沈永建、尤海峰:《高管继任、职工薪酬与隐性契约——基于中国上市公司的经验证据》,《经济研究》,2011 年增 2 期。
- [2]邓浩、贺小刚、肖玮凡:《亲缘关系与家族企业的高管变更——有限利他主义的解释》,《经济管理》,2016 年第 10 期。

[3]何轩、宋丽红、朱沆、李新春：《家族为何意欲放手？——制度环境感知、政治地位与中国家族企业主的传承意愿》，《管理世界》，2014年第2期。

[4]黄继承、盛明泉：《高管背景特征具有信息含量吗？》，《管理世界》，2013年第9期。

[5]姜付秀、朱冰、王运通：《国有企业的经理激励契约更不看重绩效吗？》，《管理世界》，2014年第9期。

[6]柯江林、张必武、孙健敏：《上市公司总经理更换、高管团队重组与企业绩效改进》，《南开管理评论》，2007年第4期。

[7]李胜楠、刘一璇、陈靖涵：《基金在中国上市公司中发挥治理作用了吗——基于影响高管非自愿变更与业绩之间敏感性的分析》，《南开管理评论》，2015年第2期。

[8]李维安、李晓琳、张耀伟：《董事会社会独立性与CEO变更——基于违规上市公司的研究》，《管理科学》，2017年第2期。

[9]李维安、徐建：《董事会独立性、总经理继任与战略变化幅度——独立董事有效性的实证研究》，《南开管理评论》，2014年第1期。

[10]李新春：《经理人市场失灵与家族企业治理》，《管理世界》，2003年第4期。

[11]李新春、韩剑、李炜文：《传承还是另创领地？——家族企业二代继承的权威合法性建构》，《管理世界》，2015年第6期。

[12]李新春、苏晓华：《总经理继任：西方的理论和我国的实践》，《管理世界》，2001年第4期。

[13]李新春、叶文平、朱沆：《牢笼的束缚与抗争：地区关系文化与创业企业的关系战略》，《管理世界》，2016年第10期。

[14]李增泉：《国家控股与公司治理的有效性》，上海财经大学博士学位论文，2002年。

[15]梁上坤、陈冬华：《大股东会侵犯管理层利益

吗？——来自资金占用与管理层人员变更的经验证据》，《金融研究》，2015年第3期。

[16]刘鑫、薛有志：《CEO继任、业绩偏离度和公司研发投入——基于战略变革方向的视角》，《南开管理评论》，2015年第3期。

[17]刘新民、王垒：《上市公司高管更替模式对企业绩效的影响》，《南开管理评论》，2012年第2期。

[18]刘青松、肖星：《败也业绩，成也业绩？——国企高管变更的实证研究》，《管理世界》，2015年第3期。

[19]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》，《经济管理》，2008年第12期。

[20]潘越、戴亦一、魏诗琪：《机构投资者与上市公司“合谋”了吗：基于高管非自愿变更与继任选择事件的分析》，《南开管理评论》，2011年第2期。

[21]潘越、宁博、肖金利：《地方政治权力转移与政企关系重建——来自地方官员更替与高管变更的证据》，《中国工业经济》，2015年第6期。

[22]瞿旭、杨丹、瞿彦卿、苏斌：《创始人保护、替罪羊与连坐效应——基于会计违规背景下的高管变更研究》，《管理世界》，2012年第5期。

[23]Shenkar O.：《具有中国特色的管理学研究》，《管理学季刊》，2017年第1期。

[24]宋德舜、宋逢明：《国有控股、经营者变更和公司绩效》，《南开管理评论》，2005年第1期。

[25]汪金爱、章凯、赵三英：《为什么CEO解职如此罕见？一种基于前景理论的解释》，《南开管理评论》，2012年第1期。

[26]王锬、李伟：《高管政治背景对其离职—业绩敏感性的影响》，《南开管理评论》，2012年第6期。

[27]吴晓辉、娄景晖：《独立董事对传统内部治理机制影响的实证研究——基于多元回归模型和Logistic模型的中国证据》，《数量经济技术经济研究》，2008年

第 4 期。

[28] 许年行、江轩宇、伊志宏、袁清波：《政治关联影响投资者法律保护的执法效率吗？》，《经济学》（季刊），2013 年第 2 期。

[29] 徐细雄、谭瑾：《高管薪酬契约、参照点效应及其治理效果：基于行为经济学的理论解释与经验证据》，《南开管理评论》，2014 年第 4 期。

[30] 杨洁、郭立宏：《声明还是缄默：负面报道后国企和民企印象管理行为差异研究》，《南开管理评论》，2017 年第 1 期。

[31] 杨学儒、李新春：《家族涉入指数的构建与测量研究》，《中国工业经济》，2009 年第 5 期。

[32] 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》，《南开管理评论》，2007 年第 4 期。

[33] 游家兴、徐盼盼、陈淑敏：《政治关联、职位壕沟与高管变更——来自中国财务困境上市公司的经验证据》，《金融研究》，2010 年第 4 期。

[34] 朱红军：《大股东变更与高级管理人员更换：经营业绩的作用》，《会计研究》，2002 年第 9 期。

[35] 宗文龙、王玉涛、魏紫：《股权激励能留住高管吗？——基于中国证券市场的经验证据》，《会计研究》，2013 年第 9 期。

[36] 周林洁、邱汛：《政治关联、所有权性质与高管变更》，《金融研究》，2013 年第 10 期。

[37] Alam, Z. S., Chen, M. A., Ciccotello, C. S., & Ryan, H. E. 2014. Does the location of directors matter? Information acquisition and board decisions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 49 (1), 131–164.

[38] Arthaud – Day, M. L., Certo, S. T., Dalton, C. M., & Dalton, D. R. 2006. A changing of the guard: Executive and director turnover following corporate financial restatements. *Academy of Management Journal*, 49 (6), 1119–1136.

[39] Ballinger, G. A., & Marcel, J. J. 2010. The use of an interim CEO during succession episodes and firm performance. *Strategic Management Journal*, 31 (3), 262 – 283.

[40] Balsam, S., & Miharjo, S. 2007. The effect of equity compensation on voluntary executive turnover. *Journal of Accounting and Economics*, 43 (1), 95–119.

[41] Barron, J. M., Chulkov, D. V., & Waddell, G. R. 2011. Top management team turnover, CEO succession type, and strategic change. *Journal of Business Research*, 64 (8), 904–910.

[42] Bebhuk, L. A., Cremers, K. J. M., & Peyer, U. C. 2011. The CEO pay slice. *Journal of Financial Economics*, 102 (1), 199–221.

[43] Bilgili, H., Tochman Campbell, J., Ellstrand, A. E., & Johnson, J. L. 2017. Riding off into the sunset: Organizational sensegiving, shareholder sense-making, and reactions to CEO retirement. *Journal of Management Studies* (Forthcoming).

[44] Bilgili, T. V., Calderon, C. J., Allen, D. G., & Kedia, B. L. 2017. Gone with the wind: A meta-analytic review of executive turnover, its antecedents, and postacquisition performance. *Journal of Management*, 43 (6), 1966–1997.

[45] Boeker, W. 1992. Power and managerial dismissal: Scapegoating at the top. *Administrative Science Quarterly*, 37 (3), 400–421.

[46] Bradley, D., Gokkaya, S., Liu, X., & Xie, F. 2017. Are all analysts created equal? Industry expertise and monitoring effectiveness of financial analysts. *Journal of Accounting and Economics*, 63 (2–3), 179–206.

[47] Cannella, A. A., & Shen, W. 2001. So close and yet so far: Promotion versus exit for CEO heirs apparent. *Academy of Management Journal*, 44 (2), 252–270.

[48] Chen, M. J. 1996. Competitor analysis and interfirm rivalry: Toward a theoretical integration. *Academy of Management Review*, 21 (1), 100–134.

[49] Chen, M. J., & Hambrick, D. C. 1995. Speed, stealth, and selective attack: How small firms differ from large firms in competitive behavior. *Academy of Management Journal*, 38 (2), 453–482.

[50] Chen, M. J., & MacMillan, I. C. 1992. Nonresponse and delayed response to competitive moves: The roles of competitor dependence and action irreversibility. *Academy of Management Journal*, 35 (3), 539–570.

[51] Chen, M. J., & Miller, D. 1994. Competitive attack, retaliation and performance: An expectancy – valence framework. *Strategic Management Journal*, 15 (2), 85–102.

[52] Chen, G. L., & Hambrick, D. C. 2012. CEO replacement in turnaround situations: Executive (mis) fit and its performance implications. *Organization Science*, 23 (1), 225–243.

[53] Chen, G. L., Luo, S. Q., Tang, Y., & Tong, J. Y. 2015. Passing probation: Earnings management by interim CEOs and its effect on their promotion prospects. *Academy of Management Journal*, 58 (5), 1389 – 1418.

[54] Chhaochharia, V., Kumar, A., & Niessen – Ruenzi, A. 2012. Local investors and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 54 (1), 42–67.

[55] Chung, C. N., & Luo, X. R. 2013. Leadership succession and firm performance in an emerging economy: Successor origin, relational embeddedness, and legitimacy. *Strategic Management Journal*, 34 (3), 338–357.

[56] Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. 2014. Co-opted boards. *The Review of Financial Studies*, 27 (6), 1751–1796.

[57] Connelly, B. L., Ketchen, D. J., Gangloff, K. A., & Shook, C. L. 2016. Investor perceptions of CEO successor selection in the wake of integrity and competence failures: A policy capturing study. *Strategic Management Journal*, 37 (10), 2135–2151.

[58] Cornelli, F., Kominek, Z., & Ljungqvist, A. 2013. Monitoring managers: Does it matter? *The Journal of Finance*, 68 (2), 431–481.

[59] Dahya, J., Lonie, A. A., & Power, D. M. 1998. Ownership structure, firm performance and top executive change: An analysis of UK firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 25 (9–10), 1089–1118.

[60] Dahya, J., McConnell, J. J., & Travlos, N. G. 2002. The cadbury committee, corporate performance, and top management turnover. *The Journal of Finance*, 57 (1), 461–483.

[61] Daily, C. M., Certo, S. T., & Dalton, D. R. 2000. International experience in the executive suite: The path to prosperity? *Strategic Management Journal*, 21 (4), 515–523.

[62] Dalton, D. R., & Kesner, I. F. 1985. Organizational performance as an antecedent of inside/outside chief executive succession: An empirical assessment. *Academy of Management Journal*, 28 (4), 749–762.

[63] Datta, D. K., & Guthrie, J. P. 1994. Executive succession: Organizational antecedents of CEO characteristics. *Strategic Management Journal*, 15 (7), 569–577.

[64] Defond, M. L., & Hung, M. 2004. Investor protection and corporate governance: Evidence from worldwide CEO turnover. *Journal of Accounting Research*, 42 (2), 269–312.

[65] Denis, D. J., & Serrano, J. M. 1996. Active investors and management turnover following unsuccessful control contests. *Journal of Financial Economics*, 40 (2),

239-266.

[66] Deutsch, Y. 2005. The impact of board composition on firms' critical decisions: A meta-analytic review. *Journal of Management*, 31 (3), 424-444.

[67] Dikolli, S., Mayew, W., & Nanda, D. 2014. CEO tenure and the performance-turnover relation. *Review of Accounting Studies*, 19 (1), 281-327.

[68] Duchin, R., & Schmidt, B. 2013. Riding the merger wave: Uncertainty, reduced monitoring, and bad acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 107 (1), 69-88.

[69] Efendi, J., Files, R., Ouyang, B., & Swanson, E. P. 2013. Executive turnover following option backdating allegations. *The Accounting Review*, 88 (1), 75-105.

[70] Eisfeldt, A. L., & Kuhnen, C. M. 2013. CEO turnover in a competitive assignment framework. *Journal of Financial Economics*, 109 (2), 351-372.

[71] Engel, E., Hayes, R. M., & Wang, X. 2003. CEO turnover and properties of accounting information. *Journal of Accounting and Economics*, 36 (1-3), 197-226.

[72] Faleye, O., Hoitash, R., & Hoitash, U. 2011. The costs of intense board monitoring. *Journal of Financial Economics*, 101 (1), 160-181.

[73] Farrell, K. A., & Whidbee, D. A. 2003. Impact of firm performance expectations on CEO turnover and replacement decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 36 (1-3), 165-196.

[74] Fich, E. M., & Shivdasani, A. 2006. Are busy boards effective monitors? *The Journal of Finance*, 61 (2), 689-724.

[75] Finkelstein, S. 1992. Power in top management teams: Dimensions, measurement, and validation. *Academy*

of Management Journal, 35 (3), 505-538.

[76] Finkelstein, S., Hambrick, D. C., & Cannella, A. A. 2009. *Strategic leadership: Theory and research on executives, top management teams, and boards*. Oxford University Press: Oxford, UK.

[77] Flickinger, M., Wrage, M., Tuschke, A., & Bresser, R. 2016. How CEOs protect themselves against dismissal: A social status perspective. *Strategic Management Journal*, 37 (6), 1107-1117.

[78] Frankel, R., Kothari, S. P., & Weber, J. 2006. Determinants of the informativeness of analyst research. *Journal of Accounting and Economics*, 41 (1-2), 29-54.

[79] Fong, E. A., Misangyi, V. F., & Tosi, H. L. 2010. The effect of CEO pay deviations on CEO withdrawal, firm size, and firm profits. *Strategic Management Journal*, 31 (6), 629-651.

[80] Gangloff, K. A., Connelly, B. L., & Shook, C. L. 2016. Of scapegoats and signals: Investor reactions to CEO succession in the aftermath of wrongdoing. *Journal of Management*, 42 (6), 1614-1634.

[81] Gao, H., Harford, J., & Li, K. 2017. CEO turnover - performance sensitivity in private firms. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52 (2), 583-611.

[82] Gardner, W. L., & Martinko, M. J. 1988. Impression management in organizations. *Journal of management*, 14 (2), 321-338.

[83] Georgakakis, D., & Ruigrok, W. 2017. CEO succession origin and firm performance: A multilevel study. *Journal of Management Studies*, 54 (1), 58-87.

[84] Gibson, M. S. 2003. Is corporate governance ineffective in emerging markets? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38 (1), 231-250.

[85] Gomulya, D., & Boeker, W. 2016.

Reassessing board member allegiance: CEO replacement following financial misconduct. *Strategic Management Journal*, 37 (9), 1898–1918.

[86] Gordon, S. S., Stewart, W. H., Sweo, R., & Luker, W. A. 2000. Convergence versus strategic re-orientation: The antecedents of fast-paced organizational change. *Journal of Management*, 26 (5), 911–945.

[87] Goyal, V. K., & Park, C. W. 2002. Board leadership structure and CEO turnover. *Journal of Corporate Finance*, 8 (1), 49–66.

[88] Graffin, S. D., Boivie, S., & Carpenter, M. A. 2013. Examining CEO succession and the role of heuristics in early-stage CEO evaluation. *Strategic Management Journal*, 34 (4), 383–403.

[89] Greiner, L. E., & Bhambri, A. 1989. New CEO intervention and dynamics of deliberate strategic change. *Strategic Management Journal*, 10 (S1), 67–86.

[90] Guo, L., & Masulis, R. W. 2015. Board structure and monitoring: New evidence from CEO turnovers. *The Review of Financial Studies*, 28 (10), 2770–2811.

[91] Harrison, J. R., Torres, D. L., & Kukalis, S. 1988. The changing of the guard: Turnover and structural change in the top-management positions. *Administrative Science Quarterly*, 33 (2), 211–232.

[92] Hartzell, J. C., Ofek, E., & Yermack, D. 2004. What's in it for me? CEOs whose firms are acquired. *The Review of Financial Studies*, 17 (1), 37–61.

[93] Haveman, H. A., Russo, M. V., & Meyer, A. D. 2001. Organizational environments in flux: The impact of regulatory punctuations on organizational domains, CEO succession, and performance. *Organization Science*, 12 (3), 253–273.

[94] Hennes, K. M., Leone, A. J., & Miller, B. P. 2008. The importance of distinguishing errors from irreg-

ularities in restatement research: The case of restatements and CEO/CFO turnover. *The Accounting Review*, 83 (6), 1487–1519.

[95] Huson, M. R., Parrino, R., & Starks, L. T. 2001. Internal monitoring mechanisms and CEO turnover: A long-term perspective. *The Journal of Finance*, 56 (6), 2265–2297.

[96] Jenter, D., & Kanaan, F. 2015. CEO turnover and relative performance evaluation. *The Journal of Finance*, 70 (5), 2155–2184.

[97] Jiang, H., Cannella, A. A., Xia, J., & Semadeni, M. 2017. Choose to fight or choose to flee? A network embeddedness perspective of executive ship jumping in declining firms. *Strategic Management Journal* (Forthcoming).

[98] Jones, E. E., & Pittman, T. S. 1982. *Toward a general theory of strategic self-presentation*. In J. Suls (Ed.), *Psychology perspectives on the self*. Hillsdale, NJ: Erlbaum.

[99] Karaevli, A. 2007. Performance consequences of new CEO “outsiderness”: Moderating effects of pre-and post-succession contexts. *Strategic Management Journal*, 28 (7), 681–706.

[100] Karaevli, A., & Zajac, E. J. 2013. When do outsider CEOs generate strategic change? The enabling role of corporate stability. *Journal of Management Studies*, 50 (7), 1267–1294.

[101] Kato, T., & Long, C. 2006. CEO turnover, firm performance, and enterprise reform in China: Evidence from micro data. *Journal of Comparative Economics*, 34 (4), 796–817.

[102] Khanna, V., Kim, E. H., & Lu, Y. A. O. 2015. CEO connectedness and corporate fraud. *The Journal of Finance*, 70 (3), 1203–1252.

- [103] Knyazeva, A. , Knyazeva, D. , & Masulis, R. W. 2013. The supply of corporate directors and board independence. *The Review of Financial Studies*, 26 (6), 1561–1605.
- [104] Lau, J. , Sinnadurai, P. , & Wright, S. 2009. Corporate governance and chief executive officer dismissal following poor performance: Australian evidence. *Accounting & Finance*, 49 (1), 161–182.
- [105] Laux, V. 2008. Board independence and CEO turnover. *Journal of Accounting Research*, 46 (1), 137–171.
- [106] Lehn, K. M. , & Zhao, M. 2006. CEO turnover after acquisitions: Are bad bidders fired? *The Journal of Finance*, 61 (4), 1759–1811.
- [107] Leone, A. J. , & Liu, M. 2010. Accounting irregularities and executive turnover in founder – managed firms. *The Accounting Review*, 85 (1), 287–314.
- [108] Li, F. , & Srinivasan, S. 2011. Corporate governance when founders are directors. *Journal of Financial Economics*, 102 (2), 454–469.
- [109] Ma, X. , Yao, X. , & Xi, Y. 2006. Business group affiliation and firm performance in a transition economy: A focus on ownership voids. *Asia Pacific Journal of Management*, 23 (4), 467–483.
- [110] Marcel, J. J. , & Cowen, A. P. 2014. Cleaning house or jumping ship? Understanding board upheaval following financial fraud. *Strategic Management Journal*, 35 (6), 926–937.
- [111] Masulis, R. W. , Wang, C. , & Xie, F. 2012. Globalizing the boardroom—The effects of foreign directors on corporate governance and firm performance. *Journal of Accounting and Economics*, 53 (3), 527–554.
- [112] Minichilli, A. , Nordqvist, M. , Corbetta, G. , & Amore, M. D. 2014. CEO succession mechanisms, organizational context, and performance: A socio – emotional wealth perspective on family – controlled firms. *Journal of Management Studies*, 51 (7), 1153–1179.
- [113] Mobbs, S. 2013. CEOs under fire: The effects of competition from inside directors on forced CEO turnover and CEO compensation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48 (3), 669–698.
- [114] Mooney, C. H. , Semadeni, M. , & Kesner, I. F. 2017. The selection of an interim CEO: Boundary conditions and the pursuit of temporary leadership. *Journal of Management*, 43 (2), 455–475.
- [115] Nakauchi, M. , & Wiersema, M. F. 2015. Executive succession and strategic change in Japan. *Strategic Management Journal*, 36 (2), 298–306.
- [116] Peters, F. S. , & Wagner, A. F. 2014. The executive turnover risk premium. *The Journal of Finance*, 69 (4), 1529–1563.
- [117] Peterson, K. 2012. Accounting complexity, misreporting, and the consequences of misreporting. *Review of Accounting Studies*, 17 (1), 72–95.
- [118] Puffer, S. M. , & Weintrop, J. B. 1991. Corporate performance and CEO turnover: The role of performance expectations. *Administrative Science Quarterly*, 36 (1), 1–19.
- [119] Quigley, T. J. , & Hambrick, D. C. 2012. When the former CEO stays on as board chair: Effects on successor discretion, strategic change, and performance. *Strategic Management Journal*, 33 (7), 834–859.
- [120] Quigley, T. J. , Crossland, C. , & Campbell, R. J. 2017. Shareholder perceptions of the changing impact of CEOs: Market reactions to unexpected CEO deaths, 1950–2009. *Strategic Management Journal*, 38 (4), 939–949.
- [121] Renneboog, L. 2000. Ownership, managerial control and the governance of companies listed on the Brussels stock exchange. *Journal of Banking & Finance*, 24

(12), 1959–1995.

[122] Shen, W., & Cannella, A. A. 2002a. Revisiting the performance consequences of CEO succession: The impacts of successor type, postsuccession senior executive turnover, and departing CEO tenure. *Academy of Management Journal*, 45 (4), 717–733.

[123] Shen, W., & Cannella, A. A. 2002b. Power dynamics within top management and their impacts on CEO dismissal followed by inside succession. *Academy of Management Journal*, 45 (6), 1195–1206.

[124] Shen, W. 2003. The dynamics of the CEO – board relationship: An evolutionary perspective. *Academy of Management Review*, 28 (3), 466–476.

[125] Shen, W., & Cannella, A. A. 2003. Will succession planning increase shareholder wealth? Evidence from investor reactions to relay CEO successions. *Strategic Management Journal*, 24 (2), 191–198.

[126] Smart, S. B., Thirumalai, R. S., & Zutter, C. J. 2008. What's in a vote? The short-and long-run impact of dual-class equity on IPO firm values. *Journal of Accounting and Economics*, 45 (1), 94–115.

[127] Tian, J. I. E., Halebian, J. & Rajagopalan, N. 2011. The effects of board human and social capital on investor reactions to new CEO selection. *Strategic Management Journal*, 32 (7), 731–747.

[128] Wang, C., Xie, F., & Zhu, M. 2015. Industry expertise of independent directors and board monitoring. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50 (5), 929–962.

[129] Westphal, J. D., & Fredrickson, J. W. 2001. Who directs strategic change? Director experience, the selection of new CEOs, and change in corporate strategy. *Strategic Management Journal*, 22 (12), 1113–1137.

[130] Wiersema, M. F., & Bantel, K. A. 1992. Top

management team demography and corporate strategic change. *Academy of Management Journal*, 35 (1), 91–121.

[131] Wiersema, M. F. 1995. Executive succession as an antecedent to corporate restructuring. *Human Resource Management*, 34 (1), 185–202.

[132] Wiersema, M. F., & Zhang, Y. 2011. CEO dismissal: The role of investment analysts. *Strategic Management Journal*, 32 (11), 1161–1182.

[133] Wiersema, M. F., & Zhang, Y. A. 2013. Executive turnover in the stock option backdating wave: The impact of social context. *Strategic Management Journal*, 34 (5), 590–609.

[134] Wowak, A. J., Hambrick, D. C., & Henderson, A. D. 2011. Do CEOs encounter within-tenure settling up? A multiperiod perspective on executive pay and dismissal. *Academy of Management Journal*, 54 (4), 719–739.

[135] Yermack, D. 1996. Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40 (2), 185–211.

[136] Zhang, Y., & Rajagopalan, N. 2003. Explaining new CEO origin: Firm versus industry antecedents. *Academy of Management Journal*, 46 (3), 327–338.

[137] Zhang, Y., & Rajagopalan, N. 2004. When the known Devil is better than an unknown God: An empirical study of the antecedents and consequences of relay CEO successions. *Academy of Management Journal*, 47 (4), 483–500.

[138] Zhang, Y. 2006. The presence of a separate COO/President and its impact on strategic change and CEO dismissal. *Strategic Management Journal*, 27 (3), 283–300.

[139] Zhang, Y. 2008. Information asymmetry and the dismissal of newly appointed CEOs: An empirical investigation. *Strategic Management Journal*, 29 (8), 859–872.

[140] Zhang, Y., & Rajagopalan, N. 2010. Once an

outsider, always an outsider? CEO origin, strategic change and firm performance. *Strategic Management Journal*, 31 (3), 334–346.

[141] Zhang, Y., & Qu, H. Y. 2016. The impact of CEO succession with gender change on firm performance and successor early departure: Evidence from China's publicly

listed companies in 1997 – 2010. *Academy of Management Journal*, 59 (5), 1845–1868.

[142] Zhu, D. H., & Shen, W. 2016. Why do some outside successions fare better than others? The role of outside CEOs' prior experience with board diversity. *Strategic Management Journal*, 37 (13), 2695–2708.