



# 公司治理前沿



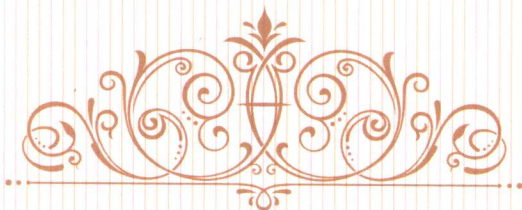
第二辑



李维安◎主编



Current Issues in  
Corporate Governance



 中国经济出版社  
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

（CIP）数据

ISBN 7-5017-0121-1

定价：35.00元

（CIP）数据

（CIP）数据

# 公司治理前沿



## 第二辑



李维安◎主编



中国经济出版社  
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

·北京·

## 图书在版编目 (CIP) 数据

公司治理前沿. 第二辑/李维安主编.

北京: 中国经济出版社, 2015. 7

ISBN 978-7-5136-3859-3

I. ①公… II. ①李… III. ①公司—企业管理 IV. ①F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 154293 号

责任编辑 方雷 李亚婷

责任审读 贺静

责任印制 马小宾

封面设计 华子图文

出版发行 中国经济出版社

印刷者 北京力信诚印刷有限公司

经销者 各地新华书店

开本 710mm × 1000mm 1/16

印张 16

字数 235 千字

版次 2015 年 7 月第 1 版

印次 2015 年 7 月第 1 次

定价 45.00 元

广告经营许可证 京西工商广字第 8179 号

中国经济出版社 网址 [www.economyph.com](http://www.economyph.com) 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题, 请与本社发行中心联系调换 (联系电话: 010-68330607)

版权所有 盗版必究 (举报电话: 010-68355416 010-68319282)

国家版权局反盗版举报中心 (举报电话: 12390) 服务热线: 010-88386794

# 前 言

追溯公司治理问题研究，可始于伯利和米恩斯提出现代公司出现所有权和控制权分离这一经典问题。随后在理论方面，提出了委托代理、交易成本、不完全契约、利益相关者等经典理论；在研究问题方面，围绕着内部治理特征的挖掘和关系网络治理效应的细分研究、外部治理的法律环境和政治联系对治理机制的影响研究、治理评价体系的动态优化与调整、转型经济体和新兴市场的治理特征、金融危机背景下金融机构及治理风险的研究、网络治理的内容、科学问题与方法等实际问题，国内外学者做了大量的研究工作。可以说，历经治理结构与机制、治理模式与原则、治理质量与环境、治理风险与溢价等研究阶段的公司治理已经成为一门趋于成熟的重要学科。

南开大学中国公司治理研究院（以下简称“中治院”）于1997年成立，是国内高校首家专门从事公司治理研究的机构，2004年被教育部正式批准为“教育部人文社科重点研究基地”，在国内率先开展公司治理学方面的理论与实践研究，特别关注中国企业的治理转型，2000年组织制定《中国公司治理原则》，2003年推出中国公司治理指数（CCGINK），至今已连续发布12年，为国家和企业发挥了研究智库的作用。中治院成立以来一直紧跟国内外公司治理学术研究的最前沿，自2001年至今成功召开了七届中国公司治理国际研讨会，先后组织翻译出版《公司治理前沿》（2003）、《公司治理》（2004）、《公司治理与问责制》（2006）等国外经典文献和专著，并先后出版《公司治理学术文库》（2005）、*Corporate Governance in China: Research and Evaluation*（2008）等专著。

为更好地发展国内公司治理学，我们更加关注国内外前沿研究，不断提升研究水平。故而我们选择了十篇近期发表在 *Academy of Management Journal* (AMJ)、*Journal of Financial and Quantitative Analysis* (JFQA)、*Journal of Business Finance and Accounting* (JBFA) 等国际重要期刊上的相关英

文论文，征得原作者和杂志社的有效许可，加以翻译整理出版。

在论文的选择上，我们大体按照内部治理和外部治理的分类进行。

在内部治理中，我们首先关注董事会，选择了 Charu Raheja 的《董事会规模和构成的决定》一文，他阐释了最优的董事会结构是最大化的激励内部董事披露其信息优势、最小化协作成本、最大化外部董事拒绝弱项目能力这三方面的平衡。Ryan Krause 和 Matthew Semadeni 的《见习、离职与降职：对于 CEO 与董事长分离三种形式的检验》一文，发现如果公司分离董事会领导角色，应该仅当公司绩效较差时进行分离，并只选择降职式分离，他们的工作为 CEO 二重性的研究打开了新路径。在内部治理中，高管也是重要的治理主体，故我们选择了 Steven Boivie 等人的《我还是我们：CEO 的组织认同度对代理成本的影响》，他们的观点和研究结果解释了组织认同度高的 CEO 可以避免发生追求个人利益而损害其所领导公司利益现象的发生原因。而 Elaine Wong 等人的《高管团队的差异整合度和分散化决策对企业社会绩效的影响》一文，认为这两个因素（即差异整合度和分散化决策）提高了高管团队收集利益相关者信息的能力，因而产生了较高的企业社会绩效。在企业集团治理方面，Kee-Hong Bae 和 Seok Woo Jeong 的《收益和账面价值的价值关联、所有权结构以及企业集团从属关系：来自韩国企业集团的证据》，以韩国的财阀企业集团为考察对象，发现财阀附属公司的收益和账面价值质量较差是由财阀固有的不良治理结构造成的。

在外部治理方面，我们首先选择了三篇利益相关者以及社会责任方面的论文，其一是 Donal Crilly 等人的《伪装或者蒙混过关：理解回应利益相关者压力时的脱钩》，他们发现在企业与利益相关者之间存在信息不对称性时，管理者反应是故意的，并取决于他们如何看待自己的利益。在竞争的利益相关者期望存在时，他们的反应则是应急的，并取决于管理者们对环境阅读的共识程度。Heli Wang 和 Cuili Qian 在《企业慈善活动和财务绩效：利益相关者的回应和政治途径的作用》一文中认为，企业慈善活动预期对企业财务绩效有正相关影响，它可以帮助公司获得社会政治的合法性，这会引来利益相关者肯定的回应，获得政治上的成长性，他们的研究得到了 2001—2006 年沪深两市上市公司数据的支持。Caroline Flammer 的《企业社会责任和股东反应：投资者的环境意识》，发现市场对损害生态企

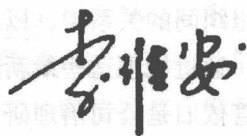
业的负面反应越来越大而对生态有益的企业的正向激励却衰减了，而市场对有着较高社会责任水平企业做出生态友好事件的正面反应小于那些较低水平的企业，反之亦然。对于新兴的媒体治理，Michael Bednar 的《看门狗抑或宠物狗：基于行为视角的媒体治理机制探析》阐述了媒体治理为何对公司管理层至关重要，发现更多的有利媒体报道有助于加强 CEO 工作的稳定性、高管薪酬和董事会构成，他们的研究表明传统的代理理论是怎样影响媒体对公司和管理者的评判以及媒体是如何通过作为一种外部机构的压力来推进公司行为的。Jeffery Reuer 等人的《收购溢价的信号理论：来自 IPO 目标的证据》则扩展了收购溢价信号理论的研究，重点关注并购新 IPO 目标获取的价值；认为目标的信号能够通过减少由于信息不对称引起的为购买者提供的价格折扣，来提高卖者的收益；证明目标公司能够参与到组织间的关系中，以声誉作为信号，增加卖者的收益。

通过梳理这些最新的国外优秀文献，我们不难发现：首先，董事会和高管依旧是公司治理研究的重要对象，需要进一步挖掘董事和高管的身份与行为，深入刻画出公司的决策机制，打开公司决策的“黑箱”；其次，当代企业和公众的社会责任意识的增强，利益相关者究竟怎样更好地参与到公司治理中来，需要我们进一步加以研究；此外，媒体治理的作用机制，可以为移动互联网时代下的网络治理提供借鉴。移动互联网大大降低了治理成本，小股东、社群等积极治理主体可以通过网络投票、手机投票等方式参与到治理中，“大数据”成为新的治理手段，微信、微博成为传递顾客和投资者意见的大数据。公司网络组织的治理模式由传统“垂直化”向“扁平化”转变，控制权不再只掌握在少数人手中，而是可以分散给许多人；信息披露的方便快捷大大弱化了传统治理链条中的信息不对称。这些问题和现实都对传统公司治理研究框架中的委托代理、交易成本、治理结构与机制等产生新的变化，需要我们进一步加以研究和总结；最后，国外研究毕竟有其自身的制度背景，借鉴其研究思路和方法的同时，更要结合中国情境，做脚踏实地的研究，比如怎样更深入地解释中国公司治理中行政型治理与经济型治理并存的现实和其动态演进过程，结合当前混合所有制的背景探讨中国公司治理的发展方向等。

在上述论文的翻译整理出版工作中，博士生李慧聪、王凯、吴超、江津、刘常建、王高阳、张琦、张双鹏、于剑和李元祯等同学负责论文的翻

译工作，博士生付晓改、李小玉、李晓琳、吕星赢、王振宇、殷西乐、张燕等同学负责论文的校对修改工作，张耀伟副教授承担了翻译和校对的组织协调工作，最后由李维安教授主持总纂。我们向论文原作者和原出版杂志社的热情支持表示由衷的感谢，并感谢中国经济出版社所做的大量细致严谨的工作，使得本书得以顺利出版。

我们希望本书的出版能够帮助研究者发现国内外公司治理研究的前沿问题，掌握最新的研究方法，共同提高我国公司治理的研究水平。在翻译整理的过程中，我们尽可能的忠实于原文，并对部分内容进行了精简。但限于我们的翻译水平，书中难免出现不妥和疏漏之处，恳请广大读者予以批评指正。



管理学博士、经济学博士

长江学者特聘教授

2015年6月



---

## CONTENTS

### 内部治理篇

见习、离职与降职：对于 CEO 与董事长分离三种形式的检验 / 3

董事会规模和构成的决定 / 31

我还是我们：CEO 的组织认同度对代理成本的影响 / 47

高管团队的差异整合度和分散化决策对企业社会绩效的影响 / 77

收益和账面价值的价值关联、所有权结构以及企业集团从属关系：

来自韩国企业集团的证据 / 93

### 外部治理篇

伪装或者蒙混过关：理解回应利益相关者压力时的脱钩 / 119

企业慈善活动和财务绩效：利益相关者的回应和政治途径的作用 / 145

企业社会责任和股东反应：投资者的环境意识 / 172

看门狗抑或宠物狗：基于行为视角的媒体治理机制探析 / 196

收购溢价的信号理论：来自 IPO 目标的证据 / 226



权力、责任与薪酬——对于 CEO  
与董事会分离三种形式的思考

## 内部治理篇

内部治理是决定企业成败的关键因素之一。在本文中，我们将探讨内部治理的重要性，以及它在企业运营中的作用。我们将分析内部治理的各个方面，包括董事会、管理层和员工的角色，以及它们如何影响企业的长期发展。

内部治理是企业运营的核心。它涉及到企业的决策制定、资源分配和风险控制。一个有效的内部治理体系可以确保企业的高效运作，并为其长期发展提供坚实的基础。本文将探讨内部治理的各个方面，包括董事会、管理层和员工的角色，以及它们如何影响企业的长期发展。

内部治理是企业运营的核心。它涉及到企业的决策制定、资源分配和风险控制。一个有效的内部治理体系可以确保企业的高效运作，并为其长期发展提供坚实的基础。



## 见习、离职与降职：对于 CEO 与董事长分离三种形式的检验<sup>①</sup>

以往的研究表明，CEO 与董事长的角色分离对公司绩效没有系统性的影响。在本研究中，我们介绍了这种分离的不同形式，即见习、离职与降职。在一份标准普尔 1500 与财富 1000 公司的研究报告中，我们发现如果公司当前绩效糟糕时，两者的分离对公司未来绩效有正向影响；但是当公司当前绩效较好时，这种分离对公司绩效会产生负向影响。我们发现这种影响在以降职形式的分离发生时最为显著。最后，我们检验了关于 CEO 与董事长分离永久性的理论。结果表明，不同形式的 CEO 与董事长分离会产生不同的结果。

CEO 二元性——CEO 与董事长两职合一——使学术界与治理专家们深入讨论了十几年（Boyd, 1995；Daily 和 Dalton, 1993；Lorsch 和 MacIver, 1989）。Finkelstein、Hambrick 与 Cannella 把二元性描述为“一个关于董事角色的公共讨论中最值得争论的问题”（2009：230）。学者们在研究二元性时，一般运用两种相对的理论视角中的一个。那些运用代理理论的学者假设相对于两者角色的分离，CEO 与董事长两职合一将会对公司绩效有负向的影响（Daily 和 Dalton, 1994；Rechner 和 Dalton, 1991）。而从一致指挥的视角（Fayol, 1949）看待这个现象的学者则提出了相反的结论（Finkelstein 和 D'Aveni, 1994）。总的来说，实证研究一直无法揭示任何重要的、系统的有关 CEO 二元性与公司绩效之间的关系，因此无法为任何一种理论提供任何支持（Dalton、Daily、Ellstrand 和 Johnson, 1998；Dalton、

---

<sup>①</sup> Ryan K., Matthew S., Apprentice, Departure and Demotion: An Examination of the Three Types of CEO-Board Chair Separation [J]. *Academy of Management Journal*, 2013, 56 (3): 805 - 826.

Hitt、Certo 和 Dalton, 2007)。尽管这样, 治理专家和实践者仍坚持主张两者分离是最好的方式 (MacAvoy 和 Millstein, 2004; Monks 和 Minow, 2008)。

基于以往的研究, 我们整合了一个权变的视角, 并认为基于角色分离时的公司绩效的不同, 公司领导角色的分离将会对公司绩效产生不同的影响。通过整合代理理论和一致指挥理论, 我们认为当内在的一致指挥在两职合一模式下产生较好的绩效时, 独立的监督将会损害公司未来的绩效。而如果两职合一导致较差的公司绩效时, 对 CEO 加强独立的监督将会提升公司的绩效。对标准普尔 1500 与财富 1000 公司 2002—2006 年的分析, 强有力地支持了这个结论。

虽然认为公司只应该在绩效较差时分离 CEO 和董事长的角色的观点是重要的, 但是如何实施分离也是同样重要的。令人惊讶的是, 没有学者对于不同形式的分离进行分析。我们识别了 CEO 与董事会分离的三种可能形式, 并发现了与之相关联的理论。

第一种分离的形式在以往的研究中被简要地介绍过, 但是并不是作为整体框架的一部分。见习式分离指同时占据了 CEO 与董事长职位的人放弃了 CEO 的职位, 但仍保留着董事长的职位。这违反了代理理论中有关独立性的假设 (Coles 和 Hesterly, 2000; Daily 和 Dalton, 1997b; Quigley 和 Hambrick, 2012)。第二种分离的形式, 即离职式分离, 是指通过将 CEO 与董事长两种角色由不同的两个人担任, 从而达到分离的目的。在这种情形下, 一家公司不仅经历了 CEO 的变化, 而且发生了公司治理的重大变革。相比而言, 将董事长的职位从身兼 CEO 与董事长两者职位的 CEO 身上移除, 我们称之为降职, 随之发生的仅仅是公司治理结构的变化。三种形式的分离削弱了在两职合一内部指挥的一致性, 降职式分离伴随着强加的真正的独立监督, 会对公司战略方向产生最大的潜在影响。这样, 我们假设, 当目前的优势情境发生变化时, 降职式分离将会使公司绩效发生最大幅度的提升, 而当目前优势情境没有发生变化时, 降职式分离将对公司绩效造成最大幅度的削弱。我们的结果对以上假设提供了强有力的支持。

最后, 如果我们对不同形式 CEO 与董事长分离的研究没有进行永久性讨论, 则是不完整的, 特别是当我们把董事会领导结构看作公司战略的重

要部分时。基于 Vancil (1987) 的“传递指挥棒”的概念, 我们假设见习式分离将最有可能导致 CEO 与董事长角色的重新变为两职合一。基于这个逻辑就能理解, 前任 CEO 一般不担任公司董事长, 而如果分离后公司绩效变好, 则离职式分离可能导致两者角色重新合一, 我们的数据对这些假设提供了支持。

本研究第一次通过对 CEO 与董事长分离的研究, 对 CEO 二元性、代理理论和组织理论做出理论贡献。相关的问题并不是两职是否可以被分开, 而是何时和如何将两个角色分开。我们介绍了三种不同的 CEO 与董事长分离的形式, 并发展了相关理论。基于当前和以往的角色分离时的公司绩效, 我们对于每一种形式, 提出了两者分离的选择会不同程度地影响公司未来的绩效, 并对此进行了检验。如果实践者遵循传统的方式, 将两者分离, 他们将从以上三种形式中选出一一种。该理论和结果表明, 降职式分离伴随着最激烈的改变, 将产生最具动态性的或好或坏的绩效结果。相对而言, 见习式分离将提升已有的优势, 并最有可能导致两种领导权的再次合一。

通过这篇论文, 我们认为董事会领导结构会对公司产生影响, 同其他坚持认为并且已经通过实证证明了领导结构确实会对公司产生影响 (Brickley、Coles 和 Jarrell, 1997; Dalton 和 Dalton, 2009a, 2010) 的学者一致。我们提出的证据也证明了这个结论, 并提出这种结构上的改变会最终影响绩效。

## 一、理论与假设

在关于 CEO 二元性的文献中, 那些支持分离结构的学者一般依赖代理理论来证明他们的观点 (Dalton 等, 1998; Fama 和 Jensen, 1983a, 1983b)。基于 Berle 和 Means (1932) 最初的研究, 支持代理理论的学者检验了当组织的控制权和管理权与他们的所有权分离时的问题。在一个委托代理关系中, 委托人 (股东) 雇佣一个代理人 (CEO 或高管团队), 基于委托人的行为进行管理, “这其中也包括了将一些决定权委托给代理人” (Jensen 和 Meckling, 1976: 308)。根据委托代理理论, 一个独立的董事会, 即不受利益干扰的董事会, 是使管理者提高股东利益并且不从公司收取超额租金的一个保证 (Jensen, 1993; Mizruchi, 1983)。

这就说明了为什么 CEO 二元性会获得推崇代理理论的学者如此多的重视。处于最高地位的经理人监督着自己的行为，这违背治理独立性的原则。在早期代理理论的发展过程中，研究者便对 CEO 与董事长角色的合一表示出了担忧 (Fama 和 Jensen, 1983a, 1983b; Mizuchi, 1983)。Jensen 认为“没有独立领导者的方向指引，董事会行使他们批判性职能将是极其困难的” (1993: 866)。Brickley 等人巧妙地总结了基于代理理论产生的二元性观点，即“CEO 为他们自己的作业打分” (1997: 190)。

然而，并不是所有研究 CEO 二元性的学者都接受这个观点。支持二元性的学者利用指挥一致性原则来支持他们关于二元性优势的结论 (Dalton 等, 2007)。指挥统一性原则早已被组织理论所接受。Fayol 写道：“在社会中，一个有两个领导者的团体就像一头有两只脑袋的怪兽，他根本无法存活下来” (1949: 25)。他表示，指挥一致性是完成行动、协调和集中一致的根本保证。他写道：“统一指挥被违背的话，那么权利将被破坏，纪律将被打破，秩序将被颠覆，而稳定性也将受到威胁” (Fayol, 1949: 24)。Gulick 和 Urwick 回应 Fayol 关于领导权分离的关心，并回答道：“指挥统一性原则下的严格的依附关系可能会产生荒谬的行动，然而，相对于违背这个原则而必然产生的混乱、无效和缺乏责任，这些都是微不足道的” (1937: 93)。目前指挥统一性原则的支持者认为，组织的成员应该仅对一个人负责，并且在组织内部和外部的环境中只存在一种声音 (Lorsch 和 Zelleke, 2005)。在那个批评二元性的时期，后者的观点更加被认可。

Finkelstein 和 D'Aveni (1994) 直接从指挥统一性和代理问题两个相对的角度进行了验证。他们认为，两种框架都是有效的。但是他们还认为，在不同的环境下两种框架的优势是不同的。他们指出，那些负责任的董事会，更多地关注股东价值。当 CEO 权力过低时，他们选择 CEO 与董事长两者合一；当 CEO 权力过高时，他们选择两者角色分离。这两位学者综合自己的观点后认为当在决定适当的董事会领导权力结构时，负责任的董事会更看重二元性（如统一指挥）的优势，而不是其劣势（如缺乏独立性）。

基于 CEO 二元性在学术界和实践者中的争论 (Finkelstein 等, 2009; Lorsch 和 Zelleke, 2005; Wilson, 2008)，一个富有逻辑性的问题被提出，即二元性与公司绩效存在何种关系。在 20 年中关于 CEO 二元性与公司绩效的研究中 (Boyd, 1995; Brickley 等, 1997; Coles, McWilliams 和 Sen,

2001; Donaldson 和 Davis, 1991; Rechner 和 Dalton, 1989, 1991), 并没有哪个观点被广泛认可。一系列研究、评论和分析表明, CEO 二元性与公司绩效不存在实质的和系统的关系 (Baliga、Moyer 和 Rao, 1996; Dahya、Garcia 和 van Bommel, 2009; Dalton 等, 1998, 2007)。

正如 Dalton 等人描述的, 董事会领导结构和公司绩效缺乏明确的关系说明“一致性……在文献中很难发现”(2007: 13)。这似乎表明, 在看似令人信服的证据中, 公司治理研究章节中有关 CEO 二元性与公司绩效的内容不能再出现了。然而, 我们并不认为现存文献已经将 CEO 二元性现象完全地解释清楚了。在这份研究中, 我们希望证明在 CEO 与董事长两者分离时的公司绩效的重要性。我们不仅检验了两个角色的分离, 并且还检验了何时和如何将两个角色分离, 以及两种情境因素对公司绩效的影响。

## (一) 情景如何发挥作用

### 1. 关于何时分离的问题

大部分有关 CEO 二元性与公司绩效关系的实证检验主要集中于公司的长期行为, 而不是董事会的战略选择部分 (Iyengar 和 Zampelli, 2009; Rechner 和 Dalton, 1991)。在以往, 这种方法取得了一定效果, 是由于大量的董事会保持着合一结构, 采用分离式结构的公司往往由于 CEO 的继任而导致了暂时的分离 (Brickley 等, 1997; Vancil, 1987)。而目前这种情况不会再发生了。在过去的十年, 许多董事会永久地分离了这两个角色, 并且合一结构的公司数量每年都在明显地下降 (Spencer Stuart, 2010)。一部分研究已经在董事会领导结构中发现了这种变化 (Baliga 等, 1996), 但是并没有在这些变化与公司绩效之间发现显著的关系。尽管缺乏坚实的证据, 但是分离仍是公司治理在实践中推崇的形式 (Monks 和 Minow, 2008)。

我们并不认同没有统一结论被证明的原因是 CEO 与董事长分离仅仅在特定环境中存在组织优势, 而在其他环境中存在危害。代理理论基于经理人与股东之间的利益冲突将会导致经理人做出损害股东价值的行为的假设 (Jensen 和 Meckling, 1976)。相反, 指挥统一性是基于如果 CEO 能够有效地带领团队, 那么权力集中在 CEO 身上是必要的这一假设 (Fayol, 1949)。

我们认为, 恰当的公司治理选择, 如 CEO 与董事长两者分离的时期应

基于分离时期的公司绩效。最后，因为传统的组织理论认为统一指挥会产生更好的绩效，所以董事会是否应当将合一结构转变为分离式结构的问题归结于合一结构中的内在指挥一致性是否会产生更好的绩效（Gulick 和 Urwick, 1937; Perrow, 1986）。

如果一个公司目前的绩效表明，统一指挥对组织产生有利影响，那么这种情况下分离会产生什么结果呢？许多证据表明，分离会使公司绩效发生逆转。Finkelstein 和 D'Aveni 认为，合一结构，拥有清晰的授权和责任路径，“因为明确了谁是老板，会避免高层管理者之间发生混乱，从而更有效地做出决定”。他们继续说道：“强有力和清晰的 CEO 领导权是成功组织不可分割的一部分”（1994：1083）。相反，领导结构的分离“导致了多种授权关系，这将在高层管理者中产生角色冲突（Galbraith, 1977）”（1994：1083）。

另外，Finkelstein 和 D'Aveni（1994：1083）认同并引用了 Miller 和 Friesen（1977：268）的强有力和统一的领导权对于公司成功极其重要，和“权力的混淆将对做出决定产生极大的困难”的观点。引入另外一个董事长，且他的观点和战略不同于现任的 CEO，这将产生谁拥有公司决定权的争论。当 CEO 与董事长之间产生不同意见时，代理理论所认为的董事长独立监督将发挥作用。然而，董事长被误导，双方陷入僵局并导致组织停滞不前将很有可能发生。

最后，这些问题归因于古老的真理，“如果东西还没坏，就别动它。”在二元 CEO 与董事会领导下的出色的绩效表明，这个结构是有效的，或者至少没发生严重的问题。领导权的分离在这种情况下会强加一个并不需要的独立监督职位。并且，无论现任 CEO 是否保留董事长的职位，分离暗示着公司发展方向的改变。董事会在这种情况下实施改变，是冒着颠覆当前可能产生超额回报的战略和系统的风险进行的。这些董事会引入了先前提到的所有由分离产生的负面结果，但并没有获得收益。在这种情形下的分离是引入问题，并伴随着实施分离而产生可怕后果。

但是，如果一家公司的公司治理系统已经“坏”了呢？正如 Simon（1946）观察的，统一指挥原则是“管理中广为人知的”并且可以完全正确地应用这一原则直到这一原则不能再应用。当公司选择分离 CEO 与董事长角色时，如果公司的绩效糟糕，我们预测分离将会带来公司未来业绩的



提升。这种基本的代理逻辑在这里应用，因为糟糕的业绩表明统一指挥伴随着合一治理的结构影响了公司的业绩。强加的独立监督将会强制实施一个转变，这将会给公司的糟糕绩效的转变提供一个担保。

选择引入一个独立的声音，这个声音在董事会讨论中将会拥有超过 CEO 的权力 (Finkelstein, 1992)。这会使得董事会对 CEO 的战略进行更具批判性的评论和更容易形成以股东价值为导向的战略行为 (Lorsch 和 MacIver, 1989)。一般的，这种领导权分离的结构普遍被作为解决问题的方法。相对于先前的研究，我们并没有假设这个问题一定存在或一定不存在。我们仅仅认为，当问题存在时，由分离形成的独立监管会产生一个有效的解决方式。当问题不存在时，合一结构中的内在指挥的统一性将会产生超额的股东回报，通过分离，强加的独立监督将会损害公司未来绩效。

假设 1. 当公司绩效较好时，CEO 与董事长的角色分离会降低公司绩效；但是当公司绩效较差时，分离会提升公司绩效。

## 2. 关于如何分离的问题

或许，比董事会何时分离他们的领导角色更重要的问题就是如何将两者分离。研究者对于 CEO 与董事长是否或应该如何被分离并没有给予太多的关心。如果一家公司目前是两职合一的情况，正如大部分美国公司这样做的 (Spencer Stuart, 2010)，或是公司董事会已经同意将二者分离，正如许多公司治理专家所期望的 (MacAvoy 和 Millstein, 2004; Monks 和 Minow, 2008; Wilson, 2008)，则只有几种有限的分离方式可以被实施，并且实施方式也各不相同。

如果董事会决定分离 CEO 与董事长两个角色，那么，可以有三种选择。第一种选择被 Dalton 和 Dalton (2009a: 79, 2009b: 32) 称为“见习”CEO，即原 CEO 兼董事长仅保留董事长职位，并指派其他人任新 CEO。这种情况一般产生于传统的 CEO 接任方式：前任 CEO 保留董事长职位一段时间，直至新任 CEO 被认为完全熟悉公司事务，并可以领导公司前进 (Brickley 等, 1997; Harris 和 Helfat, 1998; Vancil, 1987)。然而，在其他的案例中，这种结构的改变是永久的，并且前任 CEO 任董事长的期限并无明确规定。在这种情况下，公司创建者往往卸任 CEO，但是仍保留董事长的职位 (Daily 和 Dalton, 1997b)。