

CEO 关联、内部治理与企业绩效

李小玉^{1,2}, 薛有志^{1,2}, 周杰³

(1 南开大学中国公司治理研究院, 天津 300071; 2 南开大学商学院, 天津 300071; 3 南开大学旅游与服务学院, 天津 300071)

摘要: CEO 关联是影响公司内部决策效率和企业绩效的重要因素之一。现有研究大多集中于社会网络关系和人口统计特征相似性产生的关联, 忽略了 CEO 雇佣高管或建议提名董事产生的关联。此外, 现有研究过度关注对 CEO 关联结果的探讨而忽略了内外部环境要素对 CEO 关联结果的影响。

在此背景下, 基于高层梯队理论、现代管家理论和代理理论, 从管理者特质和权力的视角, 探讨基于雇佣高管或建议提名董事产生的 CEO 关联的差异对企业绩效的影响机理。以 2009 年至 2014 年沪、深两市 A 股上市公司数据为研究样本, 运用 STATA12.0 软件和多元回归分析的方法, 系统地分析并检验了基于雇佣高管或提名建议董事产生的 CEO 关联与企业绩效之间的关系, 并进一步考察了公司内部治理对这种 CEO 关联与企业绩效之间关系的调节效应。

研究表明, CEO 和其他高管之间基于雇佣关系产生的关联与企业绩效之间呈现显著的倒“U”型关系, 即随着 CEO 与其他高管之间关联的增强, 企业业绩提升, 但当 CEO 与高管之间的关联程度高于临界值(0.4)时, 随着 CEO 与其他高管之间关联程度的增强, 企业业绩开始下降; CEO 与董事之间基于建议提名关系产生的关联与企业绩效之间没有显著的相关关系; 股权集中度、董事会勤勉程度以及监事会监督力度等公司内部治理机制对 CEO 和其他高管基于雇佣关系产生的关联与企业绩效之间的关系有显著的正向调节作用。民营控股上市公司中 CEO 和其他高管的关联与企业绩效之间的倒“U”型关系以及内部治理机制的正向调节作用均显著, 而国有控股上市公司中 CEO 关联与企业绩效之间没有显著的相关关系。

研究结果对深入认识 CEO 关联的价值效应及形成的内在逻辑, 防范上市公司治理风险提供了有益启示。建议上市公司适度给予 CEO 聘任高管的权力, 且在公司治理实践中应注意巧妙地运用和平衡公司内部正式机制与非正式机制之间的潜在替代关系, 保障差异化情境下公司潜在收益的最大化。

关键词: CEO 关联; 雇佣关系; 建议提名; 内部治理; 企业绩效

中图分类号: F272

文献标识码: A

1 引言

CEO 关联情况对公司决策及业绩的影响已经逐渐成为公司治理领域研究的主题之一。现有 CEO 关联的相关研究大多基于社会网络理论并集中于 CEO 与董事人口统计学特征的相似性^[1]或 CEO 与董事的外部社会网络关联, 如校友关系、“老乡”关系、社团关系、曾经共同的雇佣经历等对公司创新^[2]、公司风险承担^[3]、公司治理^[4-5]以及高管薪酬的影响。此外, 现有研究大多集中于 CEO 与董事之间的关系且大部分关注其治理效应。但是, CEO 关联的价值效应仍然存在争议。其中, 大部分学者认为网络关系会削弱公司治理, 然而, 也有一些研究认为网络关系进了信息流在多样化背景下的传递, 增加了公司价值。因此, CEO 关联究竟是提高了还是损害了公司价值, 以往学者的研究并不一致, 本文认为有必要对这一领域进行更为深入的探讨。

由以上分析可以看出, 当前有关研究大多集中于社会网络关系产生的 CEO 关联, 忽略了基于雇佣关系产生的 CEO 关联的影响, 且过度关注 CEO 关联结果的探讨, 忽略了公司

内外环境对 CEO 关联结果的权变性影响。因此，考察 CEO 关联的价值效应并深入探讨公司内外环境的影响，能够在中国关系社会情境下，更为深入地理解 CEO 关联的价值属性及形成的内在逻辑，为我国上市公司治理风险的防范提供有益启示。

2 相关研究述评

2.1 CEO 关联

CEO 与其他高管和董事之间产生关联主要有三种途径，分别是通过人口统计学特征的相似性、公司外部的社会网络关系以及基于雇佣或建议提名关系。第一种 CEO 关联来源于人口统计学特征的相似性^[1]。社会心理学的早期研究表明相似性提供了每一个个体信仰之间的相互强化或者“一致性确认”(Consensual Validation)，也增强了个体之间的吸引力并且为评估决策提供了偏见^[6-7]，而这种个体之间的吸引力和决策评估偏见促进了个体之间关联的产生。后来的研究开始运用自我分类理论(Self-categorization Theory)来解释人口统计学特征相似性所带来的心理学影响^[8-9]。社会心理学的相关研究表明，人口统计学特征的相似性增加了个体之间的认同感，从而使 CEO 与其他高管或董事在个体感知层面产生了一定的关联。Tsui 等^[10]的研究表明人们能够从所感知到的团队成员那里获得自尊与自我认同，鉴于人口统计学特征为团队成员提供了显著的认同基础，人们可能更喜欢人口统计学特征相似的个体。第二种 CEO 关联来源于过去在公司外部产生的社会关系，包括校友关系、“老乡”关系、社团关系、曾经共同的雇佣经历等^[11]。基于人们固有的自我中心偏爱，即我们喜欢与自己相关的事物^[12]，因此通过社会网络关联产生的共性会导致 CEO 与董事之间产生“友善”的关系，从而促进 CEO 与其他董事之间关联的产生。第三种 CEO 关联来源于雇佣高管或建议提名董事的行为，其促进了 CEO 与高管和董事之间的信息与服务交换。社会心理学中对于帮助行为有一种解释，假设人与人之间的交往受“社会经济学”指引。根据社会交换理论(social exchange theory)，人们在进行交换活动时，除了交换常规的物质属性商品外，还会交换社会属性的商品，如服务、信息、地位等^[13]。CEO 与高管和董事之间基于雇佣或建议提名产生的联系会促使两者之间交换更多的信息、服务等资源。此外，社会学家阿尔文·古尔德纳(Alvin Gouldner)认为，互惠规范(reciprocity norm)是一个普遍的道德准则^[14]，即对于那些曾帮助过我们的人，我们更有可能提供信息交流、信任等支持性联系与合作行为。那么，当 CEO 雇佣其他高管或推荐提名董事后，基于塑造团体决策程序的互惠规范、偏好和社会一致性准则，CEO 与他雇佣的高管和推荐提名的董事之间的联系会提高 CEO 的“社会性影响(social influence)”^[15]。因此，通过雇佣其他高管或建议提名董事的行为，CEO 能够提高其对于所雇佣的高管或建议提名的董事的影响力，进而使他们认同甚至帮助他的决策。综上所述，当 CEO 雇佣其他高管或推荐提名董事后，这些高管和董事任职后会比那些前任 CEO 任期内公司雇佣的高管或董事更倾向于对 CEO 保持忠诚^[16-18]。而 CEO 在获得这些高管和董事的信任与合作后可能会利用其更高效地制定公司决策，也可能将其用于谋取私利。现有相关研究大多基于社会网络理论并集中于前两种来源产生的 CEO 关联，却忽略了基于雇佣高管或建议提名董事产生的 CEO 关联对公司决策和绩效的重要影响。

2.2 CEO 关联与公司价值

学者们对 CEO 关联的影响研究集中于 CEO 与董事之间的关联且大多关注其负面效应，也有少数研究探索了 CEO 关联的正面效应。现有对于 CEO 关联的负面效应的研究主要集中于 CEO 社会网络关联对公司治理和公司价值的影响。研究表明，网络关系会削弱公司治理，导致公司在董事选择^[19]、CEO 留任^[20]以及公司投资^[21]等决策上发生偏差。Coles 等^[22]的研究发现，随着 CEO 上任后董事增选比例的上升，董事会的监督作用下降，CEO 变更—绩效敏感性下降，CEO 薪酬提高；Fracassi 等^[4]的研究发现，CEO 和董事间的关联

会削弱公司价值,尤其是在没有其他治理机制替代董事会监督的情况下,这种关联对公司价值的损害更为显著;陆瑶等^[3]的研究结果也表明,CEO与董事之间的“老乡”关系会削弱公司内部治理效应,显著提高企业风险水平。此外,有研究表明更强的关联能够帮助CEO通过影响其他人帮助其伪造或模糊内部记录,隐瞒欺诈行为,从而使其在法庭上更难揭露或证明其欺诈行为^[23-24]。相似的,Khanna等^[25]的研究从基于雇佣决策和社会网络关系产生的CEO关联分别检验了其对公司欺诈行为的影响,结果表明,基于雇佣决策产生的CEO关联提高了公司欺诈发生的可能性并且削弱了欺诈行为被发现的可能性;而基于过去共同的雇佣经历、教育背景或者共同的社会组织成员经历等社会网络关系产生的CEO关联对于公司欺诈行为并不具有显著影响。

但是,也有一些研究认为CEO与高管或董事通过外部社会网络产生的关联,加快了信息传递的速度,提高了CEO与其他高管和董事之间的信息传递效率,降低了协调成本,提高了决策效率,进而在风险资本投资^[26]、共同基金投资^[27]、分析师建议^[28]、公司投资^[29]等多样化背景下提升了公司价值。Faleye等^[30]的研究表明CEO关联会促进公司创新方面的投资;Edmans等^[31]的研究认为“新鲜血液”,即CEO上任后雇佣新的高管或建议提名新的董事会成员,能够帮助活化高管团队和董事会,提高CEO效率。

综上所述,现有关于CEO关联的研究大多集中于CEO的社会网络关联,却鲜有研究从CEO雇佣其他高管和建议提名董事的视角关注CEO与其他高管及董事之间的内部关联。实际上,基于雇佣或建议提名关系产生的CEO关联相对于人口统计学特征相似性和外部社会网络产生的CEO关联,是一种公司内部相对“正式”的关联,具有更强的紧密性和稳定性。这种强紧密性和稳定性的关联能够通过在公司决策过程中加强CEO与其他高管和董事之间正式或非正式的互动对公司决策甚至公司绩效产生更为直接的影响。此外,已有研究大多局限于CEO与董事之间的关联,忽略了CEO与其他高管之间的关联对于公司决策及价值的影响。事实上,在公司运行过程中,CEO与其他高管之间的关联会在很大程度上影响CEO决策的制定方式和执行效果,进而对公司价值产生重要影响。因此,本文从CEO雇佣高管和建议提名董事的视角探究CEO关联对公司绩效的影响逻辑和机理并通过检验公司内部治理机制的调节效应,深入分析基于雇佣决策产生的CEO关联对企业绩效的影响情境。

3 理论分析与研究假设

3.1 基于雇佣高管或建议提名董事产生的CEO关联与企业绩效

高层梯队理论(Upper Echelons Theory)认为,管理者的自身特质会影响其对战略的选择,并对企业经营决策产生影响^[32]。基于雇佣高管或建议提名董事带来的CEO关联提高了高管团队的同质化程度,有利于沟通效率的提升和决策效率的提高,进而提高企业绩效。但是当CEO任期内雇佣的关联高管和董事人数过多,一方面,沟通效率提高的“边际效应”递减;另一方面,同质化的高管团队带来的差异化资源的损失越来越明显。当CEO关联达到某一阈值时,同质化高管团队带来的差异化资源的损失超过了沟通效率提高带来的收益,此时,企业绩效下降。

此外,基于雇佣高管或建议提名董事产生的CEO关联为CEO带来了更大的决策权力,CEO权力的提升带来了决策效率的提高,促进了CEO的“内在价值”动机的提升。基于现代管家理论(Stewardship Theory),经理人并不追求内在的机会主义和偷懒,相反,他们追求的是自身尊严、信仰以及由工作带来的内在满足,这些动机会促使他们努力工作,做好“管家”,即经理人不会利用所拥有的权利谋取私利。此时,CEO更倾向于运用关联带来的权力的提升来更加高效地与高管和董事沟通,提高决策的质量和效率,进而提升公司绩效。但是,随着CEO任期内雇佣的高管或建议提名的董事人数逐渐增加,关联带来的CEO权力过大,CEO可能会表现出决策“独裁”行为,同时风险意识削弱。此时,由于关联带来

的 CEO 权力过大，决策时缺少来自高管团队内部和董事会的约束和监督，CEO 的“私利动机”增强，CEO 更可能会利用与其他高管和董事之间的关联谋取私利。经典的委托代理理论 (Agent Theory) 认为，董事会在行使股东赋予的受托责任时，处于代理人角色，此时，经理人对公司剩余索取权进行分享或转移，追求个人利益最大化，则需规避董事会的监督或直接与部分董事合谋。因此，CEO 作为公司经营层代理人代表可能会通过与董事及高管建立私人关联的方式合谋。当 CEO 通过任命高管或推荐提名董事的方式建立了私人联系，并且这种关联带来的 CEO 权力过大时，被任命的高管或被推荐提名的董事很大程度上不会否定 CEO 的决策甚至可能在明知其决策损害公司股东利益的前提下帮助 CEO 隐瞒。此时，CEO 与其他高管或董事之间的关联会导致其合谋并被用于能够带给 CEO 私利的决策，损害公司绩效。基于雇佣高管或建议提名董事产生的 CEO 关联对企业绩效的影响机理分析如图 1 所示。

综上所述，CEO 与高管和董事之间基于雇佣或建议提名关系会产生一定的社会关联，这种关联会使高管和董事在任职后产生“回报”心理，从而认同或帮助 CEO 的决策。当这种通过雇佣或建议提名产生的 CEO 关联被控制在一定的阈值内时，一方面，能够带来高管团队内部沟通效率和决策效率的提高；另一方面关联带来的 CEO 权力的提升强化了 CEO 的内在价值动机，此时，CEO 会通过更加高效地与其他高管和董事沟通，提高决策的质量和效率，提升公司绩效。但是，当 CEO 与其他高管和董事的关联程度超过一定的阈值时，一方面，同质化的高管团队带来的差异化资源的损失抵消甚至超过了沟通效率提升带来的收益；另一方面，关联带来的 CEO 权力过大导致 CEO 可能表现出来的“独裁”行为和风险意识削弱缺少来自高管团队内部和董事会的约束和监督。此时，CEO 的私利动机变强，可能会利用与其他高管和董事之间的关联谋取私利甚至与有关联的高管或董事合谋，损害公司绩效。基于以上分析，本文认为 CEO 关联对企业绩效的影响应该是在一定阈值内会显著上升，超过一定阈值后则会下降，即两者之间存在倒“U”型关系。于是，本文提出假设 H1a 和 H1b。

H1a:基于雇佣关系产生的 CEO 和其他高管之间的关联与企业绩效呈显著的倒“U”型关系。

H1b:基于建议提名关系产生的 CEO 和董事之间的关联与企业绩效呈显著的倒“U”型关系。

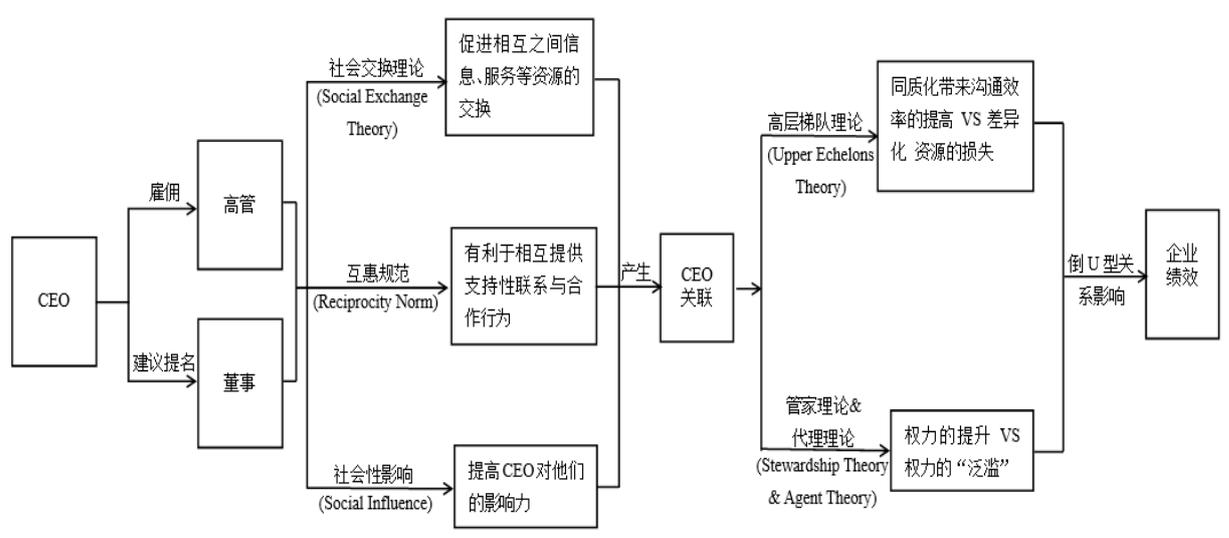


图 1 CEO 关联对企业绩效的影响机理

3.2 内部治理的调节效应

公司治理结构是一种制衡所有者和经营者之间利益关系的制度安排,可以划分为内部治理结构和外部治理结构。其中,外部治理结构是保障公司治理发挥有效性的结构性制度保障,而内部治理,作为一种公司内部正式制度安排,对公司内部的非正式规制具有潜在的替代效应。因此,公司内部治理质量会影响 CEO 关联的绩效效应。公司内部治理机制会对 CEO 关联与公司决策的关系起到有效的监督作用,当内部治理的监督作用强时,CEO 关联对公司决策的影响会相对下降。本文从股东、董事会以及监事会这三个主要的公司内部治理主体出发,选择股权集中度、董事会独立性与勤勉程度以及监事会的监督力度等三个方面考察内部治理对 CEO 关联的绩效效应的影响。

(1) 股权集中度的调节作用

在股权高度分散的公司,股东在监督经理层时存在着“搭便车”的心理,因而对经理层的整体监督较弱。由于股东监督的薄弱,CEO 与其他高管之间的关联在影响公司决策时能够更充分的发挥作用。而在股权相对集中的公司,大股东可能会产生“支持效应”和“掏空效应”两种效应^[33]。其中,“支持效应”是指大股东持股比例较高时,会有更大的积极性对管理层的行为进行监督。当大股东对公司管理层的监督较强时,CEO 关联,作为一种企业内部相对非正式的沟通和决策机制,其对公司决策的影响会受到大股东监督的抑制。大股东“支持效应”下股权集中度对 CEO 关联的绩效效应的影响具体表现为:当 CEO 关联控制在一定阈值内时,高管团队同质化以及 CEO 权力的提升提高了 CEO 与高管团队的沟通和决策效率,进而提高企业绩效。此时,大股东强化对 CEO 和高管团队的监督,会削弱高管团队同质化和 CEO 权力带来的沟通和决策效率提升的影响;但是,当 CEO 关联超过一定阈值时,高管团队差异化资源损失的弊端显现,CEO 权力过大引起其“私利动机”增强,此时,股权集中度的提高可以有效地强化大股东对 CEO 和高管团队的监督,对 CEO 和高管团队的私利行为起到约束作用,进而弱化其对公司绩效的损害。因此,基于大股东“支持效应”,公司股权集中度高会促进大股东对管理层的监督,削弱 CEO 关联对公司绩效的影响。“掏空效应”是指大股东为了自身利益损害中小股东利益。此时,大股东为了获取更多的控制权,侵占中小股东利益,会与公司管理层合谋,从而减少对管理层的监督。此时,由于股东对管理层监督的薄弱,CEO 关联对公司决策的影响能够更好的发挥作用。大股东“掏空效应”下股权集中度对 CEO 关联的绩效效应的影响具体表现为:当 CEO 关联控制在一定阈值内时,高管团队同质化以及 CEO 权力的提升提高了 CEO 与高管团队的沟通和决策效率。此时,随着股权集中度的提高,大股东与管理层“合谋”,减少了对 CEO 和高管团队的监督,促进了两者之间沟通和决策效率的提升;但是,当 CEO 关联超过一定阈值时,高管团队差异化资源损失的弊端显现,CEO 权力过大引起其“私利动机”增强,此时,股权集中度的提高进一步促进了大股东与管理层的“合谋”,助长了 CEO 和高管团队的私利行为,增强了 CEO 关联对公司绩效的损害。因此,基于大股东“掏空效应”,公司股权集中度高会导致大股东与管理层合谋,削弱大股东对管理层的监督,增强 CEO 关联对公司绩效的影响。基于以上分析,本文提出一对对立假设 H2a 和 H2b。

H2a:股权集中度的提高会削弱 CEO 关联对企业绩效的影响。

H2b:股权集中度的提高会增强 CEO 关联对企业绩效的影响。

(2) 董事会独立性与勤勉程度的调节作用

董事会,作为公司内部重要的监督、决策机构,代表股东对公司的经营状况进行监督管理,其职责的履行情况对公司内部治理水平的高低具有直接影响^[34-35]。实际上,董事会的有效监督可以减少经理人自利行为的发生。一个有着较高独立性和勤勉性的董事会,能够更

充分、有效地监督经理层行为。而 CEO 关联,作为公司内部的一种非正式沟通和决策机制,其作用的发挥会受到公司内部正式监督机制的制约。董事会独立性和勤勉程度对 CEO 关联绩效效应的影响具体表现为:当 CEO 关联控制在一定阈值内时,高管团队同质化以及 CEO 权力的提升提高了 CEO 与高管团队之间沟通和决策效率。此时,董事会对二者监督程度的提高会在一定程度上削弱 CEO 关联带来的沟通和决策效率的提升;但是,当 CEO 关联超过一定阈值时,高管团队差异化资源损失的弊端显现,CEO 权力过大引起其“私利动机”增强,此时,董事会独立性和勤勉程度的提高则会使 CEO 与高管团队之间的“合谋”行为以及 CEO 权力的泛滥受到董事会的监督与制约,从而减弱了 CEO 关联对公司绩效的损害。因此,董事会独立性越强,勤勉程度越高,其对公司管理层的监督就越强,从而会削弱 CEO 关联对于公司决策和绩效的影响。据此,本文提出假设 H3a 和 H3b。

H3a:董事会独立性的提高会削弱 CEO 关联对企业绩效的影响。

H3b:董事会勤勉程度的提高会削弱 CEO 关联对企业绩效的影响。

(3) 监事会监督力度的调节作用

监事会是避免董事会和经理层滥用职权,代表股东大会对其行使监督职能的公司内部独立的监督机构^[36-37]。监事会作为公司内部的一种正式监督机制,其监督力度越大,公司内部治理水平越高,从而使 CEO 关联,这种公司内部的非正式沟通和决策机制作用的发挥受到抑制。监事会监督力度对 CEO 关联绩效效应的影响具体表现为:当 CEO 关联控制在一定阈值内时,高管团队同质化以及 CEO 权力的提升提高了 CEO 与高管团队之间沟通和决策效率。此时,监事会监督力度的增强会在一定程度上损害 CEO 与高管团队之间的沟通和决策效率;但是,当 CEO 关联超过一定阈值时,高管团队差异化资源缺失,CEO 权力过大可能导致其私利行为,此时,监事会监督力度的提高有利于强化监督 CEO 和高管团队行为,弱化 CEO 关联对公司绩效的损害。因此,监事会监督力度越强,其对公司董事会和管理层的监督越强,从而会削弱 CEO 关联对公司决策和绩效的作用。据此,本文提出假设 H4。

H4:监事会监督力度的提高会削弱 CEO 关联对企业绩效的影响。

3 研究设计

3.1 样本选取及数据来源

本文以沪、深两市 A 股上市公司 2009 年-2014 年的相关数据作为初始研究样本,并根据具体研究需要进行了以下处理。(1)剔除金融行业的公司;(2)剔除 ST 的公司;(3)剔除异常值和极端值样本。最终获得 12757 个非平衡面板样本观测值。

计算 CEO 关联需要的 CEO 任期内雇佣的高管和董事人数原始数据来自 CSMAR 数据库,并经过手工整理。董事会规模、机构投资者持股比例、CEO 任期、CEO 变更、第一大股东持股比例、独立董事比例、董事会会议次数、控股股东性质、监事会规模等公司治理数据均来自 CSMAR 数据库和 CCER 数据库,财务数据来自 Wind 数据库。主要采用 stata12.0 进行数据分析。

3.2 变量定义

(1) 因变量

企业绩效。通常衡量企业绩效的指标有托宾 Q、每股收益、资产收益率等。托宾 Q 值在我国低有效性的股票市场环境下无法很好地反映上市公司企业实际经营绩效。总资产收益率 (ROA) 通常用来衡量企业每一单位资产所创造的净利润。而每股收益 (EPS) 则是公

司某一时期净收益与公司普通股总股数的比率，代表着每单位资本额的获利能力。相对于托宾 Q 值，这两个指标能够更好地综合反应特定时期公司的实际获利能力和投资价值，相对客观可靠。因此，遵循相关研究做法，本研究用 ROA 度量公司绩效，并采用 EPS 作为稳健性检验中公司绩效的代理指标，兼顾公司的盈利能力和投资价值。

（2）自变量

CEO 关联。本文借鉴并改进了 Khanna 等^[25]的研究，采用 CEO 任期内公司雇佣的高管人数占高管总人数（剔除 CEO 本人）的比例来度量 CEO 与高管之间的关联（用 FTA 表示）；采用 CEO 任期内公司雇佣的董事人数占董事会总人数（如果 CEO 兼任公司董事会成员的话则被剔除）的比例来度量 CEO 与董事之间的关联（用 FDA 表示）。CEO 任期内雇佣的高管或董事人数占非 CEO 高管或董事的比例越高，CEO 关联越强。根据定义可知，CEO 关联的取值为[0,1]。

（3）调节变量

内部治理。为考察内部治理对 CEO 关联与企业绩效关系的影响，本文借鉴郭泽光等^[33]对内部治理的度量方法，引入股权集中度、董事会独立性与勤勉程度、监事会监督力度三个维度的指标分别考察股东、董事会以及监事会的治理机制对 CEO 关联与企业绩效关系的调节效应。在衡量股权集中度时，本文采用公司第一大股东持股比例（用 CR_1 表示）来度量；在衡量董事会独立性时，采用独立董事比例（用 Dir 表示）来度量；在衡量董事会勤勉程度时，采用年度董事会会议召开次数（用 Meeting 表示）来度量；监事会监督力度采用监事会人数（用 Super 表示）来度量。

（4）控制变量

实证研究表明，企业绩效除了受到高管关联的影响外，还会受到企业规模、成长性、资本结构、董事会结构、高管变更等因素的影响。因此，本研究从行业层面、公司层面、董事会层面以及高管层面分别引入其他可能对企业绩效产生影响的变量作为控制变量。

①行业层面。考虑到行业差异对绩效的影响，引入行业分类变量。行业分类是按照证监会 2012 年的分类方式并将制造业进一步按照门类细分，最终将行业分为 21 类，在模型中加入 20 个虚拟变量。

②公司层面。

相关研究表明，企业规模不同，企业的市场价值也会有较大差异；企业成长阶段不同，也会有不同的业绩表现；此外，企业的负债水平的差异和机构投资者持股的差异都会在不同程度上影响公司的业绩。因此，本研究将公司规模（总资产的自然对数，用 InSize 表示）、公司成长性（营业收入增长率，用 Sale 表示）、负债水平（负债比率，用 Debt 表示）、机构投资者持股（机构投资者持股比例，用 Insti_R 表示）作为控制变量。

③董事会层面。根据相关研究结论，委托人和代理人之间存在利益冲突，董事会规模的增大可能加剧代理问题，对公司决策的制定和实施以及公司绩效产生影响，因此本文引入董事会规模（董事会总人数，用 Board 表示）作为控制变量。

④高管层面。现有研究表明 CEO 变更会影响企业的战略决策^[38]，CEO 任期的差异会影响企业投资决策^[39]，因此本文引入 CEO 任期（用 Tenure 表示）和 CEO 变更（用 Change 表示）作为控制变量。

各变量的计算及说明详见表 1。

表 1 变量定义

变量类型	变量代码	变量名称	变量界定
因变量	<i>ROA</i>	总资产收益率	2*净利润/(期初总资产+期末总资产)
	<i>EPS</i>	每股收益	净利润/普通股股数
自变量	<i>FTA</i>	CEO 与其他高管之间的关联	任期内雇佣的高管人数/非 CEO 高管总人数
	<i>FDA</i>	CEO 与董事之间的关联	内公司董事人数/非 CEO 董事会人数
调节变量	<i>CR_1</i>	股权集中度	第一大股东持股比例
	<i>Dir</i>	董事会独立性	董事人数/董事会总人数
	<i>Meeting</i>	董事会勤勉程度	年度董事会会议召开次数
	<i>Super</i>	监事会监督力度	公司监事会总人数
控制变量	<i>lnSize</i>	公司规模	公司总资产的自然对数
	<i>Sale</i>	公司成长性	营业收入增长
	<i>Debt</i>	负债水平	
	<i>Insti_R</i>	机构投资者持股比例	J投资者持股总数/流通 A 股总数
	<i>Board</i>	董事会规模	董事总人数
	<i>Tenure</i>	CEO 任期	报告期年份-CEO 任职开始年份+1
	<i>Change</i>	CEO 变更	虚拟变量, 报告期内 CEO 发生变更取值为 1, 否则取值为 0
	<i>Industry</i>	行业	根据证监会行业划分设置行业虚拟变量
	<i>Year</i>	年份	根据不同年份设置年份虚拟变量

3.3 模型构建

基于以上分析, 本文构建多元回归模型考察 CEO 关联对企业绩效的影响, 以验证前文提出的假设。

为检验假设 H1a 和 H1b, 即 CEO 关联与企业绩效之间的关系, 构建模型 (1) 和模型 (2):

$$ROA = \alpha_0 + \alpha_1 FTA^2 + \alpha_2 FTA + \alpha_3 \ln Size + \alpha_4 Sale + \alpha_5 Debt + \alpha_6 Insti_R + \alpha_7 Board + \alpha_8 Tenure + \alpha_9 Change + Industry + Year + \varepsilon \quad (1)$$

$$ROA = \mu_0 + \mu_1 FDA^2 + \mu_2 FDA + \mu_3 \ln Size + \mu_4 Sale + \mu_5 Debt + \mu_6 Insti_R + \mu_7 Board + \mu_8 Tenure + \mu_9 Change + Industry + Year + \varphi \quad (2)$$

模型 (1) 中, α_0 为截距, α_1 - α_9 为模型 (1) 中各变量对公司绩效的影响系数, ε 为随机扰动项; 模型 (2) 中, μ_0 为截距, μ_1 - μ_9 为模型 (2) 中各变量对公司绩效的影响系数, φ 为随机扰动项。

为检验假设 H2a 和 H2b，即股权集中度对 CEO 关联与企业绩效关系的影响，构建模型（3）和模型（4）：

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 FTA^2 + \beta_2 FTA^2 \cdot CR_1 + \beta_3 FTA + \beta_4 FTA \cdot CR_1 + \beta_5 CR_1 + \beta_6 \ln Size + \beta_7 Sale + \beta_8 Debt + \beta_9 Insti_R + \beta_{10} Board + \beta_{11} Tenure + \beta_{12} Change + Industry + Year + \omega \quad (3)$$

$$ROA = \pi_0 + \pi_1 FDA^2 + \pi_2 FDA^2 \cdot CR_1 + \pi_3 FDA + \pi_4 FDA \cdot CR_1 + \pi_5 CR_1 + \pi_6 \ln Size + \pi_7 Sale + \pi_8 Debt + \pi_9 Insti_R + \pi_{10} Board + \pi_{11} Tenure + \pi_{12} Change + Industry + Year + \phi \quad (4)$$

模型（3）中， β_0 为截距， β_1 - β_{12} 为模型（3）中各变量对公司绩效的影响系数， ω 为随机扰动项；模型（4）中， π_0 为截距， π_1 - π_{12} 为模型（4）中各变量对公司绩效的影响系数， ϕ 为随机扰动项。

为检验假设 H3a，即董事会独立性对 CEO 关联与企业绩效之间关系的影响，构建模型（5）和模型（6）：

$$ROA = \gamma_0 + \gamma_1 FTA^2 + \gamma_2 FTA^2 \cdot Dir + \gamma_3 FTA + \gamma_4 FTA \cdot Dir + \gamma_5 Dir + \gamma_6 \ln Size + \gamma_7 Sale + \gamma_8 Debt + \gamma_9 Insti_R + \gamma_{10} Board + \gamma_{11} Tenure + \gamma_{12} Change + Industry + Year + v \quad (5)$$

$$ROA = \rho_0 + \rho_1 FDA^2 + \rho_2 FDA^2 \cdot Dir + \rho_3 FDA + \rho_4 FDA \cdot Dir + \rho_5 Dir + \rho_6 \ln Size + \rho_7 Sale + \rho_8 Debt + \rho_9 Insti_R + \rho_{10} Board + \rho_{11} Tenure + \rho_{12} Change + Industry + Year + o \quad (6)$$

模型（5）中， γ_0 为截距， γ_1 - γ_{12} 为模型（5）中各变量对公司绩效的影响系数， v 为随机扰动项；模型（6）中， ρ_0 为截距， ρ_1 - ρ_{12} 为模型（6）中各变量对公司绩效的影响系数， o 为随机扰动项。

为检验假设 H3b，即董事会勤勉程度对 CEO 关联与企业绩效之间关系的影响，构建模型（7）和模型（8）：

$$ROA = \delta_0 + \delta_1 FTA^2 + \delta_2 FTA^2 \cdot Meeting + \delta_3 FTA + \delta_4 FTA \cdot Meeting + \delta_5 Meeting + \delta_6 \ln Size + \delta_7 Sale + \delta_8 Debt + \delta_9 Insti_R + \delta_{10} Board + \delta_{11} Tenure + \delta_{12} Change + Industry + Year + \varrho \quad (7)$$

$$ROA = \sigma_0 + \sigma_1 FDA^2 + \sigma_2 FDA^2 \cdot Meeting + \sigma_3 FDA + \sigma_4 FDA \cdot Meeting + \sigma_5 Meeting + \sigma_6 \ln Size + \sigma_7 Sale + \sigma_8 Debt + \sigma_9 Insti_R + \sigma_{10} Board + \sigma_{11} Tenure + \sigma_{12} Change + Industry + Year + \varsigma \quad (8)$$

模型（7）中， δ_0 为截距， δ_1 - δ_{12} 为模型（7）中各变量对公司绩效的影响系数， ϱ 为随机扰动项；模型（8）中， σ_0 为截距， σ_1 - σ_{12} 为模型（8）中各变量对公司绩效的影响系数， ς 为随机扰动项；

为检验假设 H4，即监事会监督力度对 CEO 关联与企业绩效之间关系的影响，构建模型（9）和模型（10）：

$$ROA = \theta_0 + \theta_1 FTA^2 + \theta_2 FTA^2 \cdot Super + \theta_3 FTA + \theta_4 FTA \cdot Super + \theta_5 Super + \theta_6 \ln Size + \theta_7 Sale + \theta_8 Debt + \theta_9 Insti_R + \theta_{10} Board + \theta_{11} Tenure + \theta_{12} Change + Industry + Year + \kappa \quad (9)$$

$$ROA = \tau_0 + \tau_1 FDA^2 + \tau_2 FDA^2 \cdot Super + \tau_3 FDA + \tau_4 FDA \cdot Super + \tau_5 Super + \tau_6 \ln Size + \tau_7 Sale + \tau_8 Debt + \tau_9 Insti_R + \tau_{10} Board + \tau_{11} Tenure + \tau_{12} Change + Industry + Year + \chi \quad (10)$$

模型(9)中, θ_0 为截距, θ_1 - θ_{12} 为模型(9)中各变量对公司绩效的影响系数, κ 为随机扰动项; 模型(10)中, τ_0 为截距, τ_1 - τ_{12} 为模型(10)中各变量对公司绩效的影响系数, χ 为随机扰动项。

4 实证结果

4.1 变量的描述性统计分析

表2为样本公司各指标的描述性统计结果。由表2可知, 样本公司CEO与高管的关联度平均值为0.217, 标准差为0.279, CEO与董事关联度的平均值为0.205, 标准差为0.264, 说明样本公司中平均有20%以上的高管和董事是在CEO上任后雇佣的, 且样本公司间的CEO关联情况存在一定的差异。ROA和EPS的均值分别为0.051和0.383, 标准差分别为0.138和0.562, 说明上市公司之间的绩效差异较大。此外, 公司内部治理各指标之间的差异都较为明显。

表3给出了变量间的相关系数, 结果表明, 研究选取的控制变量大多与公司绩效显著相关, 说明这本研究选取的控制变量基本合理。此外, 变量间的Pearson相关系数检验结果表明, 变量之间不存在严重的多重共线性问题。

表2 变量描述性统计结果

变量类型	变量	均值	标准差	最小值	最大值
因变量	ROA	0.051	0.138	-1.561	10.032
	EPS	0.383	0.562	-6.691	14.580
自变量	FTA	0.217	0.279	0.000	1.000
	FDA	0.205	0.264	0.000	1.000
调节变量	CR_1	0.363	0.155	0.022	0.894
	Dir	0.370	0.055	0.091	0.750
	Meeting	9.099	3.668	1.000	57.000
	Super	3.709	1.187	1.000	12.000
控制变量	InSize	21.801	1.335	13.076	28.509
	Sale	0.169	0.437	-1.000	8.809
	Debt	0.450	0.360	0.000	13.710
	Insti_R	0.374	0.236	0.000	0.982
	Board	8.889	1.777	4.000	18.000
	Tenure	3.368	1.971	1.000	17.000
	Change	0.183	0.387	0.000	1.000

表 3 主要变量相关系数

变量	ROA	EPS	FTA	FDA	CR_1	Dir	Meeting	Super	InSize	Sale	Debt	Insti_R	Board	Tenure	Change
ROA	1.000														
EPS	0.430***	1.000													
FTA	-0.0140	-0.033***	1.000												
FDA	-0.025***	-0.059***	0.595***	1.000											
CR_1	0.029***	0.117***	-0.034***	-0.053***	1.000										
Dir	-0.009	-0.021**	0.041***	0.014	0.056***	1.000									
Meeting	-0.044***	-0.020**	0.013	0.000	-0.022**	0.033***	1.000								
Super	-0.037***	-0.023**	-0.010	0.008	0.062***	-0.093***	-0.008	1.000							
InSize	-0.043***	0.161***	0.039***	0.062***	0.273***	0.026***	0.217***	0.295***	1.000						
Sale	0.101***	0.153***	-0.007	-0.035***	-0.007	0.017*	0.073***	-0.037***	-0.004	1.000					
Debt	-0.154***	-0.181***	0.001	0.006	-0.012	-0.001	0.109***	0.126***	0.197***	-0.005	1.000				
Insti_R	0.036***	0.143***	0.049***	0.070***	0.284***	-0.031***	0.066***	0.186***	0.410***	0.014	0.118***	1.000			
Board	-0.012	0.057***	-0.014	0.017*	0.024***	-0.391***	0.003	0.344***	0.312***	-0.024***	0.107***	0.181***	1.000		
Tenure	-0.002	0.005	0.612***	0.682***	-0.040***	0.029***	-0.044***	-0.022**	0.049***	-0.029***	-0.056***	0.064***	0.008	1.000	
Change	-0.027***	-0.055***	-0.350***	-0.353***	0.013	0.007	0.094***	0.010	0.003	0.001	0.053***	-0.019**	-0.012	-0.530***	1.000

注:*为在 10%水平下显著(双尾), **为在 5%水平下显著(双尾), ***为在 1%的水平下显著(双尾), 下同。

4.2 回归结果分析

根据前文构建的计量模型，分析了 CEO 关联与企业绩效之间的关系以检验本文的研究假设。本文首对面板数据采用固定效应还是随机效应进行了 Hausman 检验，检验结果的 p 值为 0，拒绝原假设，表明应该选择固定效应模型对样本数据进行处理。

(1) CEO 关联与企业绩效的回归分析结果

表 4 是 ROA 作为因变量的回归结果。模型 1 考察的是控制变量对 ROA 的影响，模型 2 考察了 CEO 与其他高管之间的关联对 ROA 的影响，模型 3 考察了 CEO 与董事之间的关联对 ROA 的影响，模型 4 是在模型中同时加入 CEO 与其他高管之间的关联以及 CEO 与董事之间的关联后对 ROA 的影响。

模型 1 是所选取的控制变量与企业绩效 (ROA) 关系的回归结果。模型 2 和模型 4 的回归结果表明，CEO 与其他高管之间的关联对公司绩效的影响的平方项系数为负，且在 1% 的显著水平上通过检验。即 CEO 与其他高管之间的关联和公司绩效之间呈现显著的倒“U”型关系，假设 H1a 得到了验证。这说明 CEO 与其他高管之间的关联在没有超过某一阈值时，这种关联能够促进 CEO 与其他高管之间的沟通与合作，提高决策质量和效率，显著提高公司绩效；但是，当这种关联达到某一阈值时，同质化的高管团队带来的差异化资源的损失抵消了沟通效率提升带来的收益，并且 CEO 决策缺少了来自高管团队内部的约束，导致 CEO 的私利动机变强，CEO 通过与其他高管之间的关联合谋谋取私利，损害公司绩效。经过计算，拐点的 FTA 值约为 0.4，即当 CEO 与高管之间关联程度超过 0.4 时 (CEO 任期内雇佣的高管人数占非 CEO 高管总数的比例超过了 40%)，CEO 与高管之间关联的进一步提高会导致企业绩效的下降。模型 3 和模型 4 的回归结果表明，CEO 与董事之间的关联对公司绩效的影响没有通过显著性检验，假设 H1b 没有得到验证。分析其原因，可能是由于 CEO 受聘于董事会，中国公司的 CEO 在董事的聘任上没有过多的话语权，因此 CEO 与董事之间基于建议提名关系产生的 CEO 关联相对于基于直接的雇佣关系产生的 CEO 与其他高管之间的关联较弱，对于公司决策的影响更小。

表 4 CEO 关联与企业绩效 (ROA) 的回归结果

变量	ROA			
	模型1	模型2	模型3	模型4
FTA ²		-0.056 ^{***} (-2.730)		-0.061 ^{***} (-2.870)
FTA		0.043 ^{**} (2.370)		0.044 ^{**} (2.350)
FDA ²			0.017 (0.780)	0.031 (1.330)
FDA			0.0001 (0.010)	-0.010 (-0.510)
lnSize	-0.016 ^{***} (-4.310)	-0.017 ^{***} (-4.320)	-0.017 ^{***} (-4.480)	-0.017 ^{***} (-4.240)
Sale	0.0244 ^{***} (7.580)	0.024 ^{***} (7.420)	0.024 ^{***} (7.460)	0.024 ^{***} (7.390)
Debt	-0.275 ^{***} (-44.580)	-0.277 ^{***} (-44.480)	-0.276 ^{***} (-44.480)	-0.277 ^{***} (-44.510)

<i>Insti_R</i>	0.0277*** (2.810)	0.0279*** (2.820)	0.028*** (2.860)	0.028*** (2.860)
<i>Board</i>	-0.004** (-2.160)	-0.004** (-2.220)	-0.004** (-2.150)	-0.004** (-2.150)
<i>Tenure</i>	-0.002 (-1.480)	-0.002 (-1.420)	-0.003** (-2.000)	-0.003* (-1.870)
<i>Change</i>	-0.002 (-0.400)	0.001 (0.130)	-0.002 (-0.540)	-0.0006 (-0.130)
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制
截距项	0.556*** (6.700)	0.566*** (6.660)	0.579*** (6.860)	0.561*** (6.610)
观测值	11325	11273	11279	11273
R^2	0.189	0.190	0.190	0.190
<i>F</i> 值	160.930***	139.140***	138.900***	123.010***

注：括号内为 t 值；*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的显著性水平下显著；不同模型间观测值的差异是由于不同模型中所选变量的缺失值不同导致的，下同。

(2) 内部治理的调节效应的回归分析结果

表 5 进一步检验了公司内部治理对 CEO 和其他高管之间的关联与企业绩效之间关系的调节作用。模型 5 考察了股权集中度对 CEO 关联与企业绩效之间关系的影响，模型 6 考察了董事会独立性对 CEO 关联与企业绩效之间关系的影响，模型 7 考察了董事会勤勉程度对 CEO 关联与企业绩效之间关系的影响，模型 8 考察了监事会规模对 CEO 关联与企业绩效之间关系的影响，模型 9 是在模型中同时加入股权集中度、董事会独立性、董事会勤勉程度和监事会规模后对 CEO 与其他高管之间的关联与 ROA 之间关系的影响。

模型 5 和模型 9 的回归结果表明，股权集中度与 CEO 关联的平方项的交互项“ $FTA^2 \cdot CR_1$ ”的系数显著为正，并在 1% 的显著水平上通过检验。即股权集中度的提高削弱了 CEO 和其他高管之间的关联与企业绩效之间的倒“U”型关系，假设 H2a 得到了验证。这说明大股东的“支持效应”使其加强了对管理层的监督，削弱了 CEO 关联，作为一种企业内部相对非正式的沟通和决策机制的影响。模型 6 和模型 9 的回归结果表明，独立董事比例与 CEO 关联的平方项的交互项“ $FTA^2 \cdot Dir$ ”的系数并不显著，因此假设 H3a 没有得到验证。模型 7 和模型 9 的回归结果表明，董事会勤勉程度与 CEO 关联的平方项的交互项“ $FTA^2 \cdot meeting$ ”的系数显著为正，并在 5% 的显著水平上通过检验。即董事会勤勉程度的提高削弱了 CEO 和其他高管之间的关联与企业绩效之间的倒“U”型关系，假设 H3b 得到了验证。综合假设 H3a 和假设 H3b 的检验结果，董事会治理的调节效应仅得到部分验证可能是由于我国上市公司中独立董事的监督职能受到了较大约束，董事会的结构性特征本身无法充分起到监督作用，而勤勉性等行为特征则能够更多的实现董事会应有的监督约束职能。模型 8 和模型 9 的回归结果表明，监事会规模与 CEO 关联的平方项的交互项“ $FTA^2 \cdot super$ ”的系数显著为正，并在 5% 的显著水平上通过检验。即监事会规模的增加削弱了 CEO 和其他高管之间的关联与企业绩效之间的倒“U”型关系，假设 H4 得到了验证。这说明随着监事会规模的扩大，监事会对公司管理层的监督力度得以强化，削弱了 CEO 关联对企业绩效的影响。

表 5 内部治理的调节效应的回归结果

变量	ROA				
	模型5	模型6	模型7	模型8	模型9
<i>FTA</i> ² · <i>CR</i> ₁	0.630 ^{***} (4.980)				0.624 ^{***} (4.910)
<i>FTA</i> ²	-0.278 ^{***} (-5.650)	-0.062 (-0.480)	-0.171 ^{***} (-3.310)	-0.200 ^{***} (-3.130)	-0.509 ^{***} (-3.200)
<i>FTA</i>	0.197 ^{***} (4.880)	0.025 (0.240)	0.108 ^{***} (2.620)	0.151 ^{***} (2.930)	0.328 ^{***} (2.580)
<i>FTA</i> · <i>CR</i> ₁	-0.434 ^{***} (-4.310)				-0.428 ^{***} (-4.230)
<i>CR</i> ₁	0.024 (0.750)				0.023 (0.710)
<i>FTA</i> ² · <i>Dir</i>		0.014 (0.040)			-0.070 (-0.200)
<i>FTA</i> · <i>Dir</i>		0.051 (0.180)			0.105 (0.370)
<i>Dir</i>		0.016 (0.290)			0.017 (0.320)
<i>FTA</i> ² · <i>meeting</i>			0.013 ^{**} (2.420)		0.014 ^{***} (2.620)
<i>FTA</i> · <i>meeting</i>			-0.007 [*] (-1.740)		-0.008 [*] (-1.940)
<i>Meeting</i>			-0.0001 (-0.280)		-0.0001 (-0.200)
<i>FTA</i> ² · <i>super</i>				0.039 ^{**} (2.380)	0.036 ^{**} (2.180)
<i>FTA</i> · <i>super</i>				-0.029 ^{**} (-2.250)	-0.027 ^{**} (-2.070)
<i>Super</i>				-0.003 (-0.710)	-0.003 (-0.710)
<i>lnSize</i>	-0.017 ^{***} (-4.260)	-0.017 ^{***} (-4.330)	-0.017 ^{***} (-4.360)	-0.017 ^{***} (-4.320)	-0.017 ^{***} (-4.300)
<i>Sale</i>	0.024 ^{***} (7.440)	0.024 ^{***} (7.410)	0.024 ^{***} (7.480)	0.024 ^{***} (7.420)	0.024 ^{***} (7.480)
<i>Debt</i>	-0.278 ^{***} (-44.610)	-0.277 ^{***} (-44.480)	-0.277 ^{***} (-44.450)	-0.277 ^{***} (-44.500)	-0.278 ^{***} (-44.580)
<i>Insti</i> _R	0.027 ^{***} (2.700)	0.028 ^{***} (2.810)	0.028 ^{***} (2.830)	0.027 ^{***} (2.760)	0.026 ^{***} (2.650)
<i>Board</i>	-0.004 ^{**} (-2.300)	-0.004 [*] (-1.790)	-0.004 ^{**} (-2.240)	-0.004 ^{**} (-1.990)	-0.003 [*] (-1.670)

<i>Tenure</i>	-0.002 (-1.450)	-0.002 (-1.420)	-0.002 (-1.440)	-0.002 (-1.390)	-0.002 (-1.440)
<i>Change</i>	0.0001 (0.020)	0.001 (0.130)	0.001 (0.140)	0.0003 (0.090)	-0.0001 (-0.020)
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制	控制
截距项	0.565*** (6.610)	0.557*** (6.280)	0.574*** (6.730)	0.573*** (6.720)	0.569*** (6.340)
观测值	11273	11273	11263	11273	11263
R^2	0.192	0.190	0.190	0.190	0.193
<i>F</i> 值	117.660***	115.960***	115.990***	116.380***	78.761***

4.3 稳健性检验

(1) 因变量的其他度量指标的回归结果

为了提高上文检验结果的可靠性，本研究用每股收益 *EPS* 代替总资产收益率 *ROA* 进一步验证了上文结果。表 6 是用每股收益 *EPS* 替代总资产收益率 *ROA* 来衡量公司绩效的回归结果。模型 10 考察了 CEO 与其他高管的关联与企业绩效 (*EPS*) 之间的关系，模型 11-模型 14 分别考察了股权集中度、董事会独立性、董事会勤勉程度和监事会规模对 CEO 与其他高管之间的关联与企业绩效 (*EPS*) 之间关系的影响。模型 15 是在模型中同时加入股权集中度、董事会独立性、董事会勤勉程度和监事会规模后对 CEO 与其他高管之间的关联与 *EPS* 之间关系的影响。

模型 10 的回归结果表明，CEO 与其他高管的关联与企业绩效之间的倒“U”型关系稳健。模型 11 和模型 15 的回归结果表明股权集中度与 CEO 关联的平方项的交互项“ $FTA^2 \cdot CR_1$ ”的系数显著为正，并在 1% 的显著水平上通过检验，再次验证了假设 H2a。模型 12 和模型 13 分别考察了董事会独立性和勤勉程度对 CEO 和其他高管的关联与企业绩效 (*EPS*) 之间关系的影响，实证结果表明独立董事比例与 CEO 关联的平方项的交互项“ $FTA^2 \cdot Dir$ ”的系数仍然不显著。而董事会勤勉程度与 CEO 关联的平方项的交互项“ $FTA^2 \cdot meeting$ ”的系数则在 5% 的水平上显著为负，这与上文的结论不相符。分析其原因，可能是中国上市公司独立董事的监督约束职能受到了较大限制。模型 14 和模型 15 的回归结果表明，监事会规模与 CEO 关联的平方项的交互项“ $FTA^2 \cdot super$ ”的系数分别在 1% 和 5% 的水平上显著为正，再次验证了假设 H4。基于以上回归结果，除了董事会勤勉程度外，采用每股收益 *EPS* 与采用总资产收益率 *ROA* 作为企业绩效的度量指标的回归结果基本一致，表明本文的研究结论基本稳健可靠。

表 6 使用每股收益 *EPS* 作为因变量的稳健性检验结果

变量	<i>EPS</i>					
	模型10	模型11	模型12	模型13	模型14	模型15
$FTA^2 \cdot CR_1$		1.170*** (3.480)				1.105*** (3.270)
FTA^2	-0.097* (-1.830)	-0.488*** (-3.720)	0.363 (1.060)	0.214 (1.560)	-0.511*** (-3.010)	-0.191 (-0.450)
<i>FTA</i>	0.074 (1.580)	0.344*** (3.210)	-0.311 (-1.110)	-0.150 (-1.360)	0.436*** (3.180)	0.121 (0.360)

<i>FTA·CR_1</i>		-0.802 ^{***}				-0.733 ^{***}
		(-3.000)				(-2.720)
<i>CR_1</i>		0.501 ^{***}				0.493 ^{***}
		(5.980)				(5.880)
<i>FTA^2·Dir</i>			-1.190			-0.997
			(-1.320)			(-1.090)
<i>FTA·Dir</i>			1.007			0.860
			(1.360)			(1.160)
<i>Dir</i>			-0.002			0.026
			(-0.020)			(0.180)
<i>FTA^2·meeting</i>				-0.032 ^{**}		-0.030 ^{**}
				(-2.330)		(-2.150)
<i>FTA·meeting</i>				0.023 ^{**}		0.022 ^{**}
				(2.150)		(2.060)
<i>Meeting</i>				0.001		0.0007
				(0.390)		(0.370)
<i>FTA^2·super</i>					0.117 ^{***}	0.101 ^{**}
					(2.660)	(2.270)
<i>FTA·super</i>					-0.101 ^{***}	-0.088 ^{**}
					(-2.900)	(-2.520)
<i>Super</i>					-0.013	-0.015
					(-1.380)	(-1.530)
<i>InSize</i>	0.119 ^{***}	0.105 ^{***}	0.120 ^{***}	0.118 ^{***}	0.120 ^{***}	0.103 ^{***}
	(11.920)	(9.840)	(11.500)	(11.250)	(11.500)	(9.610)
<i>Sale</i>	0.106 ^{***}	0.106 ^{***}	0.106 ^{***}	0.107 ^{***}	0.106 ^{***}	0.107 ^{***}
	(12.570)	(12.390)	(12.340)	(12.370)	(12.340)	(12.390)
<i>Debt</i>	-0.352 ^{***}	-0.348 ^{***}	-0.349 ^{***}	-0.348 ^{***}	-0.349 ^{***}	-0.346 ^{***}
	(-21.550)	(-21.010)	(-21.070)	(-20.970)	(-21.100)	(-20.900)
<i>Insti_R</i>	0.161 ^{***}	0.164 ^{***}	0.166 ^{***}	0.165 ^{***}	0.164 ^{***}	0.160 ^{***}
	(6.290)	(6.190)	(6.290)	(6.250)	(6.230)	(6.040)
<i>Board</i>	-0.0001	-0.002	-0.001	-0.002	0.0001	0.002
	(-0.010)	(-0.420)	(-0.160)	(-0.320)	(0.010)	(0.300)
<i>Tenure</i>	-0.011 ^{***}	-0.010 ^{***}	-0.011 ^{***}	-0.011 ^{***}	-0.010 ^{***}	-0.010 ^{**}
	(-2.850)	(-2.630)	(-2.760)	(-2.710)	(-2.670)	(-2.520)
<i>Change</i>	-0.026 ^{**}	-0.027 ^{**}	-0.026 ^{**}	-0.026 ^{**}	-0.026 ^{**}	-0.027 ^{**}
	(-2.250)	(-2.300)	(-2.260)	(-2.210)	(-2.270)	(-2.280)
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
截距项	-2.155 ^{***}	-2.018 ^{***}	-2.156 ^{***}	-2.120 ^{***}	-2.115 ^{***}	-1.974 ^{***}
	(-9.900)	(-8.890)	(-9.140)	(-9.330)	(-9.320)	(-8.270)
观测值	11670	11273	11273	11263	11273	11263
<i>R</i> ²	0.105	0.110	0.105	0.106	0.107	0.112

(2) 公司绩效滞后一期的回归结果

CEO 关联对企业绩效的影响可能存在一定的滞后性，无法在当期完全显现。同时，由于对于 CEO 关联的研究尚属探索性，较难找到合适的工具变量进行内生性影响的检验，因此，本文采用 ROA 滞后一期进行回归的方式降低内生性的影响，回归结果见表 7。模型 16 考察了 CEO 与其他高管之间的关联与滞后一期 ROA 之间的关系，模型 17-模型 20 分别考察了股权集中度、董事会独立性、董事会勤勉程度和监事会规模对 CEO 与其他高管之间的关联与滞后一期 ROA 之间关系的影响。模型 21 是在模型中同时加入股权集中度、董事会独立性、董事会勤勉程度和监事会规模后对 CEO 与其他高管之间的关联与滞后一期 ROA 之间关系的影响。

模型 16 的回归结果表明，CEO 与其他高管之间的关联与企业绩效之间的倒“U”型关系依然稳健。模型 17-模型 21 考察了公司内部治理对 CEO 与其他高管的关联与企业绩效之间关系的影响，回归结果表明，股权集中度的正向调节作用依然显著，董事会独立性和勤勉程度的调节作用不显著，而监事会规模的正向调节作用虽然不显著，但仍然为正。综合滞后一期 ROA 的回归结果表明，虽然公司内部治理的调节作用在因变量滞后一期后的结果不够理想，但是 CEO 与其他高管之间的关联与企业绩效之间的倒“U”型关系一直稳健，说明 CEO 与其他高管之间的关联仍然是影响企业绩效的重要因素之一。

表 7 CEO 与其他高管之间的关联与滞后一期 ROA 的回归结果

变量	滞后一期 ROA					
	模型16	模型17	模型18	模型19	模型20	模型21
<i>FTA</i> ² · <i>CR</i> ₁		0.363*** (2.820)				0.340*** (2.620)
<i>FTA</i> ²	-0.038* (-1.840)	-0.170*** (-3.360)	-0.060 (-0.440)	-0.025 (-0.450)	-0.090 (-1.410)	-0.211 (-1.250)
<i>FTA</i>	0.016 (0.890)	0.115*** (2.810)	0.030 (0.280)	0.041 (0.930)	0.052 (1.010)	0.173 (1.300)
<i>FTA</i> · <i>CR</i> ₁		-0.274*** (-2.660)				-0.257** (-2.490)
<i>CR</i> ₁		0.056*** (4.060)				0.053*** (3.800)
<i>FTA</i> ² · <i>Dir</i>			0.057 (0.160)			0.048 (0.130)
<i>FTA</i> · <i>Dir</i>			-0.038 (-0.130)			-0.018 (-0.060)
<i>Dir</i>			-0.020 (-0.490)			-0.027 (-0.660)
<i>FTA</i> ² · <i>meeting</i>				-0.002 (-0.280)		-0.001 (-0.180)
<i>FTA</i> · <i>meeting</i>				-0.003 (-0.580)		-0.003 (-0.670)
<i>Meeting</i>				-0.001		-0.001

				(-1.400)		(-1.250)
<i>FTA²·super</i>					0.014	0.011
					(0.840)	(0.650)
<i>FTA·super</i>					-0.010	-0.007
					(-0.740)	(-0.570)
<i>Super</i>					-0.003 [*]	-0.003 [*]
					(-1.780)	(-1.850)
<i>InSize</i>	-0.014 ^{***}	-0.015 ^{***}	-0.014 ^{***}	-0.013 ^{***}	-0.013 ^{***}	-0.013 ^{***}
	(-9.860)	(-10.480)	(-9.590)	(-9.130)	(-9.400)	(-8.980)
<i>Sale</i>	0.010 ^{***}					
	(2.710)	(2.780)	(2.710)	(2.860)	(2.640)	(2.830)
<i>Debt</i>	0.160 ^{***}	0.161 ^{***}	0.160 ^{***}	0.161 ^{***}	0.161 ^{***}	0.163 ^{***}
	(36.910)	(37.130)	(36.910)	(37.100)	(37.010)	(37.390)
<i>Insti_R</i>	0.035 ^{***}	0.029 ^{***}	0.035 ^{***}	0.035 ^{***}	0.036 ^{***}	0.030 ^{***}
	(4.860)	(3.950)	(4.830)	(4.770)	(4.990)	(4.030)
<i>Board</i>	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001	-0.0001	-0.0004
	(-0.870)	(-0.570)	(-1.070)	(-1.040)	(-0.170)	(-0.340)
<i>Tenure</i>	0.001	0.002	0.001	0.001	0.001	0.001
	(1.150)	(1.230)	(1.170)	(0.980)	(1.100)	(1.030)
<i>Change</i>	-0.012 ^{**}					
	(-2.470)	(-2.470)	(-2.460)	(-2.420)	(-2.460)	(-2.420)
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
截距项	0.245 ^{***}	0.246 ^{***}	0.251 ^{***}	0.235 ^{***}	0.240 ^{***}	0.240 ^{***}
	(8.080)	(8.100)	(7.630)	(7.690)	(7.830)	(7.150)
观测值	8880	8880	8880	8879	8880	8879
<i>R</i> ²	0.147	0.150	0.147	0.149	0.148	0.152
<i>F</i> 值	46.300 ^{***}	43.190 ^{***}	42.450 ^{***}	43.010 ^{***}	42.680 ^{***}	35.132 ^{***}

4.4 控股股东性质不同的进一步探讨

现有研究表明，股权性质的不同会导致公司在治理与绩效等诸多方面存在明显差异^[40]。如，股权性质会对公司的投资效率^[41]、薪酬激励的有效性^[42]以及公司绩效等^[43]产生影响。基于此，本研究猜想 CEO 关联与企业绩效之间的关系也会受到控股股东性质的影响。因此，下面将进一步探讨公司股权性质不同对 CEO 关联与企业绩效之间关系的影响。根据控股股东性质不同，在对 12757 个观测值整理后发现，其中，国有控股公司样本观测值共 5594 个，民营控股公司样本观测值 6731 个，国有控股和民营控股观测值之和占全样本的 96.614%。表 8 是分别对国有控股公司和民营控股公司分别进行回归分析的结果，模型 22 和模型 23 分别检验了国有控股和民营控股公司 CEO 和其他高管的关联与企业绩效之间的关系。回归结果表明，国有控股上市公司 CEO 和其他高管的关联与企业绩效之间的倒“U”型关系并不显著，而民营控股上市公司 CEO 和其他高管之间的关联与企业绩效之间的倒“U”型关系在 5%的水平上显著。这可能是由于国有上市公司的 CEO 和其他高管通常都是由控股集团任命，CEO 无法通过雇佣其他高管建立关联，因此两者之间的关系不显著。而民营上市公司 CEO 在雇佣高管方面相对于国有上市公司拥有更高的话语权，因此民营上市公司

的 CEO 更能够通过雇佣其他高管的方式建立关联，并对公司决策以及企业绩效产生显著影响。

表 8 基于不同控股股东性质的分析

变量	ROA	
	模型22 国有控股	模型23 民营控股
<i>FTA</i> ²	-0.012 (-0.420)	-0.075** (-2.460)
<i>FTA</i>	0.022 (0.940)	0.043 (1.560)
<i>InSize</i>	-0.060*** (-10.690)	-0.035*** (5.260)
<i>Sale</i>	0.024*** (7.580)	0.022*** (4.930)
<i>Debt</i>	-0.317*** (-26.640)	-0.318*** (-35.650)
<i>Insti_R</i>	0.033** (2.480)	0.020 (1.360)
<i>Board</i>	-0.004* (-1.840)	-0.004 (-1.300)
<i>Tenure</i>	-0.003 (-1.400)	-0.0001 (-1.420)
<i>Change</i>	-0.0003 (-0.060)	0.005 (0.710)
<i>Year</i>	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制
截距项	1.568*** (12.430)	0.514*** (-3.690)
观测值	5351	5679
<i>R</i> ²	0.165	0.238
<i>F</i> 值	56.920***	95.060***

表 9 中模型 24-模型 28 是进一步对民营控股上市公司内部治理的调节效应进行回归分析的结果。模型 24 考察了民营控股上市公司股权集中度对 CEO 和其他高管之间的关联与企业绩效之间关系的影响，模型 25 和模型 26 分别考察了民营控股上市公司董事会独立性和勤勉程度对 CEO 和其他高管之间的关联与企业绩效之间关系的影响，模型 27 考察了民营控股上市公司监事会规模对 CEO 和其他高管之间的关联与企业绩效之间关系的影响，模型 28 是在模型中同时加入股权集中度、董事会独立性、董事会勤勉程度和监事会规模后对民营控股上市公司 CEO 和其他高管之间的关联与企业绩效之间关系的影响。

模型 24 和模型 28 的回归结果表明，民营控股上市公司股权集中度对 CEO 和其他高管之间的关联与企业绩效之间的关系在 1% 的水平上有显著的正向调节作用。模型 25、模型 26 和模型 28 的回归结果表明，董事会独立性的调节作用仍然不显著；董事会勤勉程度对

CEO 和其他高管之间的关联与企业绩效之间的关系在 1%的水平上有显著的正向调节作用。模型 27 的回归结果表明，监事会规模的调节作用虽然为正，但并不显著。综合以上回归结果，在民营控股上市公司中，公司内部治理对 CEO 和其他高管之间的关联与企业绩效之间的关系的正向调节作用基本显著。监事会规模的调节作用不显著可能是因为民营控股上市公司的企业家们为了保证自己在公司中的决策权力不受制约，会尽量将监事会规模控制在“合规”即可的范围内并且所选监事会成员也会尽可能是他们的“代理人”，因此监事会在民营控股上市公司中的监督职能会受到更为严重的制约，所以监事会规模的调节作用在民营控股上市公司中并不显著。

表 9 民营控股上市公司内部治理的调节效应的回归结果

变量	ROA				
	模型24	模型25	模型26	模型27	模型28
<i>FTA^2·CR_1</i>	0.821*** (4.130)				0.812*** (4.050)
<i>FTA^2</i>	-0.344*** (-4.750)	-0.360* (-1.820)	-0.268*** (-3.380)	-0.266** (-2.030)	-1.022*** (-3.830)
<i>FTA</i>	0.214*** (3.450)	0.239 (1.420)	0.154** (2.330)	0.168 (1.590)	0.669*** (3.040)
<i>FTA·CR_1</i>	-0.520*** (-3.110)				-0.523*** (-3.120)
<i>CR_1</i>	0.074 (1.430)				0.078 (1.520)
<i>FTA^2·Dir</i>		0.749 (1.450)			0.588 (1.120)
<i>FTA·Dir</i>		-0.517 (-1.170)			-0.444 (-0.990)
<i>Dir</i>		-0.037 (-0.410)			-0.022 (-0.250)
<i>FTA^2·meeting</i>			0.021*** (2.630)		0.019** (2.440)
<i>FTA·meeting</i>			-0.012* (-1.850)		-0.011* (-1.730)
<i>Meeting</i>			-0.001 (-0.540)		-0.0006 (-0.510)
<i>FTA^2·super</i>				0.058 (1.500)	0.085** (2.140)
<i>FTA·super</i>				-0.038 (-1.230)	-0.056* (-1.770)
<i>Super</i>				0.001 (0.080)	0.002 (0.230)
<i>lnSize</i>	0.032*** (4.770)	0.035*** (5.230)	0.034*** (5.080)	0.035*** (5.240)	0.032*** (4.560)

<i>Sale</i>	0.022*** (4.960)	0.022*** (4.920)	0.022*** (4.990)	0.022*** (4.940)	0.022*** (5.040)
<i>Debt</i>	-0.320*** (-35.850)	-0.318*** (-35.630)	-0.318*** (-35.660)	-0.318*** (-35.630)	-0.320*** (-35.810)
<i>Insti_R</i>	0.017 (1.090)	0.021 (1.380)	0.021 (1.370)	0.021 (1.370)	0.017 (1.150)
<i>Board</i>	-0.004 (-1.340)	-0.005 (-1.420)	-0.004 (-1.330)	-0.004 (-1.320)	-0.005 (-1.520)
<i>Tenure</i>	0.000003 (0.001)	0.0001 (0.030)	0.00004 (0.020)	-0.00001 (-0.010)	-0.0002 (-0.070)
<i>Change</i>	0.005 (0.710)	0.005 (0.750)	0.006 (0.740)	0.005 (0.660)	0.005 (0.660)
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制	控制
截距项	-0.489*** (-3.490)	-0.490*** (-3.350)	-0.497*** (-3.530)	-0.512*** (-3.660)	-0.458*** (-3.060)
观测值	5679	5679	5671	5679	5671
R^2	0.242	0.238	0.239	0.238	0.243
F 值	79.970***	78.450***	78.460***	78.420***	52.560***

5 结论、局限及未来方向

5.1 结论与启示

本研究以 2009 年至 2014 年沪、深两市 A 股上市公司的相关数据作为研究样本，在对基于雇佣关系产生的 CEO 关联进行分析和度量的基础上，系统地研究了 CEO 关联与企业绩效之间的关系及其影响机制，得出主要研究结论如下：

(1) CEO 和其他高管之间的关联与企业绩效之间存在显著的倒“U”型关系。基于雇佣关系产生的 CEO 关联被控制在一定阈值 (0.4) 内能够提升公司业绩，而 CEO 与高管间的过度关联则会损害公司绩效。CEO 和董事之间的关联与企业绩效之间则不存在显著的相关关系。

(2) 股权集中度、董事会勤勉程度以及监事会监督力度等公司内部治理要素对 CEO 和其他高管的关联与企业绩效之间的关系具有显著的正向调节作用，即公司内部治理的监督作用越强，CEO 关联对公司绩效的影响会越弱。

(3) 针对不同控股股东性质的公司的进一步分析发现，民营控股上市公司中 CEO 和其他高管之间的关联与企业绩效之间的倒“U”型关系以及内部治理的调节效应均基本显著，而在国有控股上市公司中两者之间的关系并不显著。

上述研究结论为我国上市公司治理实践带来了以下启示。

(1) 基于雇佣关系产生的 CEO 关联是把“双刃剑”，控制在一定程度内可以降低企业内部协调成本，显著提高决策的质量和效率，但是 CEO 与高管之间过度关联会提高企业代理成本，损害公司绩效。因此，公司在构建高管团队的过程中应适度把握 CEO 关联的双向作用，适度的给予 CEO 聘任高管的权力，从而提高 CEO 与高管之间的沟通、决策效率，但同时也应警惕 CEO 与其他高管之间的过度关联可能导致的内部人控制，损害公司利益的

行为。

(2) 公司内部治理机制是一种正式的制度安排，而 CEO 关联则是公司内部一种相对非正式的沟通和决策机制。由于正式机制与非正式机制之间存在潜在的替代效应，因此，公司内部正式制度安排越健全，非正式的沟通和决策机制的发挥所受到的约束就越强，CEO 关联对公司决策的影响也会随之下降。值得注意的是，当 CEO 关联被控制在一定阈值内时，过度监督会损害 CEO 与高管之间的沟通和决策积极性，进而导致公司损失潜在的绩效收益。因此，公司治理实践中不应过度强化内部治理对 CEO 关联的监督，而是应该注意巧妙地运用和平衡公司内部正式机制与非正式机制之间的潜在替代关系，从而保障差异化情境下公司潜在收益的最大化。

(3) 国有上市公司的高管通常由控股的集团公司任命，CEO 在雇佣高管方面没有过多的话语权，因此，通过雇佣关系产生关联的情况较少。相对于国有上市公司，民营上市公司的 CEO 在雇佣高管方面拥有更多的决策自主权，因此，民营上市公司的 CEO 更能够通过雇佣其他高管的方式建立关联，并对公司决策以及绩效产生显著影响。实际上，灵活而巧妙地把握 CEO 通过雇佣高管产生的关联以及内部治理的调节效应能够帮助公司充分发挥 CEO 关联对公司绩效的积极作用，弱化其消极影响，从而最大化公司潜在收益。因此，国有控股上市公司在组建高管团队时也应适度放权给 CEO，让 CEO 关联在国有控股上市公司中发挥更多的积极作用。

5.2 研究局限与未来方向

本文的研究局限和未来研究方向主要有以下几方面。第一，基于数据的易得性，本文采用 CEO 任期内雇佣的高管和董事人数分别占非 CEO 高管和董事总人数的比例来度量 CEO 关联。未来研究可以参考 Khanna 等^[25]的研究用高管薪酬和任期等数据对 CEO 和高管或董事之间的关联进行加权计算等方法进一步完善 CEO 关联的度量；第二，限于研究主题，本文仅考察了基于雇佣关系的 CEO 关联与企业绩效之间的关系。未来研究可以进一步考察 CEO 关联对企业投资、并购等决策的影响机理以及差异性的公司内外部环境对 CEO 关联结果的权变性影响。第三，本文考察了 CEO 与董事整体的关联与企业绩效之间的关系。由于 CEO 对于独立董事的遴选可能具有更多的建议或推荐的权力，未来研究可以将董事群体进一步细分，如划分为独立董事和非独立董事分别考察 CEO 与他们之间的关联对企业决策的影响。

参考文献

- [1] WESTPHAL J D, ZAJAC E J. Who shall govern? CEO/board power, demographic similarity, and new director selection[J]. *Administrative Science Quarterly*, 1995,40(1): 60-83.
- [2] FALEYE O, KOVACS T, VENKATESWARAN A. Do better-connected CEOs innovate more?[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2014, 49(5-6): 1201-1225.
- [3] 陆瑶, 胡江燕. CEO 与董事间的“老乡”关系对我国上市公司风险水平的影响[J]. *管理世界*, 2014 (3): 131-138.
- [4] FRACASSI C, TATE G. External networking and internal firm governance[J]. *The Journal of Finance*, 2012, 67(1): 153-194.
- [5] STEVENSON W B, RADIN R F. The minds of the board of directors: the effects of formal position and informal networks among board members on influence and decision making[J]. *Journal of*

Management & Governance, 2015, 19(2): 421-460.

- [6] BYRNE D, CLORE G L, WORCHEL. Effect of economic similarity-dissimilarity on interpersonal attraction[J]. *Journal of Personality & Social Psychology*, 1966, 4(2):220-224.
- [7] BYRNE D E. The attraction paradigm[M]. Academic Press, 1971:151-162.
- [8] STEPHAN W G. An evaluation of predictions made in brown v. board of education[J]. *Psychological Bulletin*, 1978, 85(2):217-238.
- [9] STANGOR C, LYNCH L, DUAN C, GLASS B. Categorization of individuals on the basis of multiple social features[J]. *Journal of Personality and Social Psychology*, 1992, 62(2):207-218.
- [10] TSUI A S, EGAN T D, III C A O. Being different: relational demography and organizational attachment[J]. *Administrative Science Quarterly*, 1992, 37(4): 549-579.
- [11] CHIDAMBARAN N K, KEDIA S, PRABHALA N R, CEO director connections and corporate fraud. Fordham University Schools of Business Research Paper, 2011.
- [12] PELHAM B W, MIRENBERG M C, JONES J T. Why Susie sells seashells by the seashore: implicit egotism and major life decisions[J]. *Journal of Personality and Social Psychology*, 2002, 82(4): 469.
- [13] FOA U G, FOA E B. Resource theory of social exchange[M]. General Learning Press, 1975:15-32.
- [14] GOULDNER A W. The norm of reciprocity: a preliminary statement[J]. *American Sociological Review*, 1960, 25(2): 161-178.
- [15] CIALDINI R B, GOLDSTEIN N J. Social influence: compliance and conformity[J]. *Annual Review of Psychology*, 2004, 55: 591-621.
- [16] LANDIER A, SAUVAGNAT J, SRAER D, et al. Bottom-up corporate governance[J]. *Review of Finance*, 2013, 17(1): 161-201.
- [17] KIM E H, LU Y. CEO ownership, external governance, and risk-taking[J]. *Journal of Financial Economics*, 2011, 102(2): 272-292.
- [18] Morse A, Nanda V, Seru A. Are incentive contracts rigged by powerful CEOs?[J]. *The Journal of Finance*, 2011, 66(5): 1779-1821.
- [19] KUHNNEN C M. Business networks, corporate governance, and contracting in the mutual fund industry[J]. *The Journal of Finance*, 2009, 64(5): 2185-2220.
- [20] NGUYEN B D. Does the Rolodex matter? Corporate elite's small world and the effectiveness of boards of directors[J]. *Management Science*, 2012, 58(2): 236-252.
- [21] GÜNER A B, MALMENDIER U, TATE G. Financial expertise of directors[J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 88(2): 323-354.
- [22] COLES J L, DANIEL N D, NAVEEN L. Co-opted boards[J]. *Review of Financial Studies*, 2014, 27(6): 1751-1796.
- [23] KHANNA V S. Should the behavior of top management matter?[J]. *Georgetown Law Journal*, 2003, 91(6): 1215-1256.

- [24] ARLEN J H, CARNEY W J. Vicarious liability for fraud on securities markets: theory and evidence[J]. *University of Illinois Law Review*, 1992, (3):691-740.
- [25] KHANNA V, KIM E, LU Y. CEO connectedness and corporate fraud[J]. *The Journal of Finance*, 2015, 70(3): 1203-1252.
- [26] HOCHBERG Y V, LJUNGQVIST A, LU Y. Whom you know matters: Venture capital networks and investment performance[J]. *The Journal of Finance*, 2007, 62(1): 251-301.
- [27] COHEN L, FRAZZINI A, MALLOY C. The small world of investing: Board connections and mutual fund returns[J]. *Journal of Political Economy*, 2008, 116(5): 951-979.
- [28] COHEN L, FRAZZINI A, MALLOY C. Sell-side school ties[J]. *The Journal of Finance*, 2010, 65(4): 1409-1437.
- [29] FRACASSI C. Corporate finance policies and social networks. Austin: University of Texas–Austin Working Paper, 2008.
- [30] FALEYE O, KOVACS T, VENKATESWARAN A. Do better-connected CEOs innovate more?[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2014, 49(5-6): 1201-1225.
- [31] EDMANS A, GOLDSTEIN I, ZHU J. Contracting with synergies. Philadelphia: University of Pennsylvania Wharton School Working paper, 2013.
- [32] HAMBRICK D C, MASON P A. Upper echelons: the organization as a reflection of its top managers[J]. *Academy of Management Review*, 1984, 9(2): 193-206.
- [33] 郭泽光, 敖小波, 吴秋生. 内部治理, 内部控制与债务契约治理——基于 A 股上市公司的经验证据[J]. *南开管理评论*, 2015, 18(1): 45-51.
- [34] CREMERS K J, NAIR V B. Governance mechanisms and equity prices[J]. *The Journal of Finance*, 2005, 60(6): 2859-2894.
- [35] GILLAN S L. Recent developments in corporate governance: an overview[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2006, 12(3): 381-402.
- [36] DAHYA J, KARBHARI Y, XIAO J Z, et al. The usefulness of the supervisory board report in China[J]. *Corporate Governance: An International Review*, 2003, 11(4): 308-321.
- [37] 李维安, 王世权. 中国上市公司监事会治理绩效评价与实证研究[J]. *南开管理评论*, 2005, 8(1): 4-9.
- [38] SHEN W, CANNELLA JR. A A. Revisiting the performance consequences of CEO succession: the impacts of successor type, postsuccession senior executive turnover, and departing CEO tenure[J]. *Academy of Management Journal*, 2002, 45(4):717-733.
- [39] SIMSEK Z. CEO tenure and organizational performance: an intervening model[J]. *Strategic Management Journal*, 2007, 28(6):653-662.
- [40] 张耀伟, 陈世山, 李维安. 董事会非正式层级的绩效效应及其影响机制研究[J]. *管理科学*, 2015, 28(1): 1-17.
- [41] 辛清泉, 林斌, 王彦超. 政府控制、经理薪酬与资本投资[J]. *经济研究*, 2007, 42(8): 110-122.
- [42] 马连福, 王元芳, 沈小秀. 国有企业党组织治理、冗余雇员与高管薪酬契约[J]. *管理世界*, 2013(5): 100-115.

[43] 夏立军, 陆铭, 余为政. 政企纽带与跨省投资: 来自中国上市公司的经验证据 [J]. 管理世界, 2011(7): 128—140.

CEO Connectedness, Internal Governance and Corporate Performance

LI Xiao-yu^{1,2}, XUE You-zhi^{1,2}, ZHOU Jie³

(1 China Academy of Corporate Governance, Nankai University, Tianjin, 300071, China; 2 Business School, Nankai University, Tianjin, 300071, China; 3 College of Tourism and Service Management, Nankai University, Tianjin, 300071, China)

Abstract: CEO connectedness is one of the important factors affecting a company's internal decision-making efficiency and business performance. Most of the existing researches focus on the connection produced from social network and demographic characteristics. However, they ignore CEO connectedness based on appointing other top executives or recommending the nomination of directors. In addition, the existing researches have paid too much attention to the economic results of CEO connectedness, while they neglected the influence of internal and external environmental factors on the results of CEO connectedness.

In this context, from the perspective of manager qualities and power, and based on upper echelons theory, stewardship theory and agent theory, this paper specifically discusses the inner mechanism between CEO connectedness based on appointing other top executives or recommending the nomination of directors and corporate performance. Based on the relevant data of listed firms in Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges in China from the year 2009 to 2014, using the software of STATA12.0 and multiple regression method, this paper systematically analyzes and examines the relationship between CEO connectedness and corporate performance and further examines the moderating effect of internal governance.

The results show that, firstly, there exists a significantly inverted "U" shaped relationship between CEO connectedness with other top executives and corporate performance. That is, with the enhancement of the association between a CEO and other top executives, corporate performance improves. However, when the association degree exceeds a critical value (0.4), corporate performance starts to decline; Secondly, the relationship between CEO connectedness with directors and corporate performance is not significant. Thirdly, as the main internal corporate governance mechanisms, ownership concentration, board of directors' diligence degree and supervisors' supervision degree have a positive regulating effect on the relationship between CEO connectedness with other top executives and corporate performance. Finally, in private holding listed companies, the inverted "U" shaped relationship between CEO connectedness with other top executives and corporate performance and the positive regulating effect of internal governance mechanisms are all significant. However, there exists no significant correlation between CEO connectedness and corporate performance in state-owned listed companies.

These results provide an in-depth understanding of the value effect of CEO connectedness and the internal logic of the formation. In addition, the research findings provide useful insights for the prevention of corporate governance risks. This paper also suggests the listed firms give CEO the appropriate power to appoint top executives and in the practice of corporate governance, they should pay attention to the

clever use and balance of the potential alternative relationship between corporate formal and informal mechanisms to maximize the potential benefits of the companies in different contexts.

Key Words: CEO connectedness; employment relationship; recommended nominees; internal governance; corporate performance

收稿日期:

基金项目: 国家自然科学基金面上项目“企业战略转型路径及其选择研究:以公司治理环境的约束性为视角”(71372092);天津社科重点项目“以公司治理为视角的制造企业服务化转型动力机制研究”(TJGL16-005);南开大学博士研究生科研创新基金资助项目“基于雇佣决策产生的CEO关联与企业绩效”(63163004);南开大学亚洲研究中心项目“公司治理对旅游企业社会责任价值效应的影响研究——基于利益相关者‘真实性’感知的理论逻辑”(AS1503);本论文得到国家留学基金资助

作者简介: 李小玉(1990-),女(汉族),黑龙江五常人,中国民航大学经济与管理学院讲师,通讯作者,天津,300300;薛有志(1965-),男(汉族),南开大学商学院教授,天津,30071;周杰(1980-),男(汉族),南开大学旅游与服务学院副教授,天津,300071。