

投桃报李：CEO 关联与公司风险承担

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：本文分析并检验了 CEO 雇佣高管或参与董事选拔、提名过程产生的关联对公司风险承担水平的影响以及 CEO 正式权力对此二者关系的作用。研究结果发现，(1) CEO 通过参与董事选拔、提名过程产生的关联会显著降低公司的风险承担水平；(2) CEO 正式权力，包括 CEO 结构性权力和所有权权力，削弱了 CEO 与董事之间的关联对公司风险承担水平的影响。本文的研究结论拓展了现有关于公司风险承担和 CEO 关联的研究，同时为上市公司警惕 CEO 通过参与董事的选拔、提名过程建立私人关联，过度规避风险提供了启示。

关键词：CEO 关联 雇佣关系 建议提名 CEO 正式权力 公司风险承担

中图分类号：F272.3 **文献标识码：**A

1 引言

风险承担是企业生存和发展的重要基础之一^[1-2]，也是公司股东关注的指标。CEO 作为企业战略决策的主要制定者和执行者，其特征和行为会对公司经营行为以及风险决策产生至关重要的影响。现有企业风险承担的影响因素研究主要集中于社会、企业与个体三个层面。社会层面的影响因素研究主要考察宏观经济、投资者保护机制等制度要素以及资本市场和文化价值观等要素对风险承担的影响^[3-4]；企业层面的影响因素主要集中于股权结构、董事会以及管理层激励等公司治理因素和所有权性质等企业特征因素对风险承担的影响^[5-8]；个体层面的研究则主要考察了 CEO、CFO 等高管的人口统计学特征和心理特征对风险承担的影响^[9-10]，但是忽略了高管的关联特征对风险承担的影响。其中，少数考察了高管关联性特征对风险承担影响的研究则主要集中于 CEO 与董事之间的社会网络关系^[11]。整体看来，现有研究可能存在以下两方面的问题。第一，忽略了 CEO 与其所雇佣的高管之间的关联对公司决策效果的影响。与 CEO 产生关联的对象不仅有董事，CEO 上任后有权雇佣新的高管，因此，CEO 也有可能与他所雇佣的高管产生基于雇佣关系的关联。而 CEO 与高管间的关联是否会对公司的整体风险承担水平产生影响仍有待探索。第二，忽略了 CEO 通过参与董事的遴选、提名过程产生的关联。CEO 与董事之间的关联不仅能够通过社会网络关系形成，还可能由于 CEO 本身出任董事，参与新董事的遴选、提名过程进而形成关联。这种基于直接的建议提名关系产生的关联可能导致被 CEO 建议提名的董事对 CEO 产生“忠诚感”。而董事对 CEO 的“忠诚感”则会提高 CEO 的社会性影响，进而提高 CEO 的决策影响力。反之，通过社会网络关系产生的 CEO 关联则可能会在“忠诚感”方面较弱甚至缺失，甚至当两者之间有相似的教育或工作经历时可能会导致在公司内部产生竞争感^[12]。

基于此，本文考察了基于雇佣高管或建议提名董事产生的 CEO 关联是如何影响公司风险承担水平的。此外，本文还考察了基于雇佣或建议提名关系产生的关联在面临差异化的 CEO 正式权力情境下会受到怎样的影响。

本文的研究贡献主要体现在三个方面：首先，本文扩展了公司治理软性因素视角下的公司风险承担影响因素研究。其次，本文考察了基于雇佣高管或建议提名董事产生的 CEO 关

联，拓展了现有基于社会网络关系的关联性研究。最后，本文的研究结果在中国关系社会情境下，为资本市场监管部门和投资者积极监督上市公司的治理实践，保护投资者权益提供了重要的启示。

2 理论分析与研究假设

（一）基于雇佣高管或建议提名董事产生的 CEO 关联

现有研究中 CEO 与其他高管或董事之间产生关联主要通过三种途径，分别是基于人口统计学特征的相似性、基于公司外部的社会网络关联以及基于雇佣高管或建议提名董事产生的关联。其中，基于人口统计学特征的相似性产生的 CEO 关联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^[13-15]。基于公司外部社会网络关系产生的 CEO 关联则是通过社会网络关联产生的共性导致 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。而基于雇佣高管或建议提名董事行为产生 CEO 关联的原因可以从三方面进行分析。第一，基于社会交换理论(Social Exchange Theory)，CEO 雇佣高管或建议提名董事的行为促进了 CEO 与其所雇用的高管或建议提名的董事之间信息、服务等资源的交换；第二，基于互惠规范原则(Reciprocity Norm)，CEO 雇佣高管或建议提名董事后，可能使这些高管或董事为 CEO 的决策提供支持性的联系与合作行为；第三，基于社会性影响理论(Social Influence)，CEO 雇佣高管或建议提名董事的行为提高了 CEO 对这些高管或董事的影响力。

实际上，与基于人口统计学特征相似性和基于公司外部社会网络关系产生的 CEO 关联不同，基于雇佣高管或建议提名董事产生的 CEO 关联更倾向于通过雇佣或建议提名行为给 CEO 带来的决策影响力的提高。相对于前两种 CEO 关联的来源，基于雇佣高管或建议提名董事产生的 CEO 关联能够使 CEO 获得来自这些高管或董事的“忠诚感”，而基于人口统计学特征相似性或外部社会网络关系相似性产生的 CEO 关联则可能会在“忠诚感”方面较弱甚至缺失，甚至当两者之间有相似的教育或工作经历时可能会导致在公司内部产生“竞争感”^[12]。因此，相对于前两种 CEO 关联的来源，基于雇佣或建议提名关系产生的 CEO 关联具有更强的紧密性和稳定性，能够加强 CEO 与其他高管和董事之间的资源互动，进而影响公司决策。因此，本文从 CEO 雇佣高管和建议提名董事的视角探究 CEO 关联对公司风险承担行为的影响逻辑和机理，基于雇佣高管或建议提名董事产生的 CEO 关联对公司风险承担水平的影响机理分析如图 1 所示。

（二）CEO 雇佣高管产生的关联与公司风险承担水平

《中华人民共和国公司法》规定：“总经理（CEO）有权提请董事会决定聘任或者解聘公司副经理、财务负责人且有权决定聘任或者解聘除应由董事会决定聘任或者解聘以外的负责管理人员”。此外，很多上市公司的公司章程中也规定，CEO 有权决定公司职工的聘用和解聘。因此，CEO 拥有直接雇佣高管的权力。基于社会交换理论、互惠规范以及社会性影响理论，受到 CEO 雇佣的高管会加强与 CEO 之间的信息、服务等资源的交换，同时对 CEO 产生“忠诚感”，进而提高了 CEO 的社会性影响和决策影响力。社会心理学家提出了趋近和抵制两大神经行为系统来解释行为和认知的差异^[16]。他们认为个体的动机、情感以及行为的差异取决于不同的神经行为系统正在发挥作用^[17-18]。根据权力的趋近理论，权力的提高能够触发个体的行为趋近系统发挥作用，会使权力个体聚焦于风险的潜在回报方面而忽略潜在的威胁^[19]。CEO 通过雇佣高管的行为获得了更多的资源和更少的制约，随着 CEO 决策影响力的提高，其在投资决策中的过度聚焦于潜在回报而忽略潜在威胁的个体认知偏差也将得到更多的支持。因此，雇佣其他高管产生的 CEO 关联使 CEO 掌握更多的资源，受到更少的制约，使 CEO 对决策的风险性产生的认知偏差得到了更多高管的支持，导致公司风险承担水平的提高。基于以上分析，本文提出假设 H1。

H1: 基于雇佣高管产生的 CEO 关联会提高公司风险承担水平。

(三) CEO 参与董事的遴选、提名过程的主要方式

梅斯 (Mace, 1971) ^[20] 的研究表明, CEO 会在董事会遴选董事, 特别是提名董事候选人时行使权力。洛什和杨 (Lorsh & Young, 1990) ^[21] 的调查研究也表明 CEO 在公司遴选新的董事会成员时发挥了重要影响。实际上, CEO 对董事会成员选择的影响主要有三种途径。第一, CEO 拥有公司一定比例的股权, 以公司股东身份直接提名董事。根据大多数上市公司的公司章程规定, 通常至少需单独或合并持有公司发行股份 1% 以上的股东, 方可提出股东代表的董事候选人名单和独立董事候选人名单。有些上市公司要求持股达到 3%, 甚至 5% 的股东才有提名董事资格。根据统计, 样本公司中 40.2% 的 CEO 持有公司股份, 其中, 只有 22.62% 的公司的 CEO 持股比例超过 1%, 18.69% 的 CEO 持股比例超过 3%, 16.44% 的 CEO 持股比例超过 5%。因此, 符合作为公司股东提名董事资格的 CEO 较少, 所以, CEO 作为公司股东直接提名董事并不是 CEO 提名董事, 建立两者之间关联的主要途径。第二, CEO 作为公司提名委员会或具有提名功能的董事会专门委会成员提名董事。样本上市公司中, 只有不到 18.02% 的公司拥有包含提名职能的委员会, 而专门设立提名委员会的公司仅占整体样本的 17.15%。此外, 仅有不到 12.70% 的 CEO 在具有提名职能的委员会中任职。因此, 由于在提名委员会任职的 CEO 较少, 且 CEO 在提名董事时需要考虑到其他提名委员会成员的提名意愿, 所以 CEO 在提名委员会通过建议提名董事的方式也并非 CEO 提名董事, 获得两者之间关联的最主要方式。第三, 当 CEO 持股没有达到公司提名董事要求且 CEO 不在公司提名委员会或具有提名功能的董事会专门委员会任职时, 大部分 CEO 作为董事会成员, 在董事会内部建议提名董事。很多上市公司的公司章程规定, 非职工代表担任的董事或公司董事会可以以提案的方式提名董事候选人。样本公司中, 89.63% 的 CEO 同时担任公司董事。在董事会中任职的 CEO 可以通过在董事会内部建议提名董事的方式参与董事的提名、选拔过程。由于大多数公司由董事会提名新董事, 而兼任董事的 CEO 较多, 可以参与新董事的提名、遴选过程, 因此, CEO 通过在董事会内部建议提名新董事的方式建立两者之间的关联, 是 CEO 参与新董事遴选过程的主要途径。

(四) CEO 参与董事的选拔、提名过程产生的关联与公司风险承担水平

当 CEO 参与了董事会新成员的遴选过程时, 那些倾向于监督 CEO 的董事们将不会被雇佣^[22]。特哈达 (Tejada, 1997) ^[23] 描述过一家卓越公司的独立董事批判公司管理层后, 在改选时被否决的情形。基于社会交换理论、互惠规范以及社会性影响理论, 受到 CEO 建议提名的董事们会加强与 CEO 之间信息、服务等资源的交换。同时, CEO 们也通过参与新董事的遴选过程, 建议提名那些不倾向于监督自己, 更倾向于与自己合作的董事, 进而提高自身的社会性影响和决策影响力。此时, 关联董事的提名和雇佣得到了 CEO 的支持, 会对 CEO 产生“忠诚感”, 在其成为公司董事后会更倾向于通过支持 CEO 在投资决策中的个人风险偏好的方式“回报”CEO 在其遴选过程中的支持。由于董事与 CEO 之间本质上是委托代理关系, 因此, 相对于 CEO 与其他高管间雇佣与被雇佣的上下级关系, 采用委托代理理论分析其与公司风险承担之间的关系更为合适。根据委托代理理论, 当公司的所有权和控制权分离时, 管理者为了保护他们的人力资本不被分散, 可能会比股东期待他们的更加的风险规避^[24-25]。当 CEO 通过参与董事的遴选过程建立与董事之间的关联时, 他们可能会受到董事会更少的监督, 其投资决策也会得到关联董事的支持。此时, 他们可能会做出自利性行为和决策, 即利用与董事间建立的关联使风险规避型决策得到通过。因此, 基于风险规避假设, CEO 们不会做出自认为有风险的决策。CEO 在投资决策过程中为了规避风险, 舍弃一些高风险高收益的投资项目的自利性行为也将得到关联董事们的支持, 进而导致公司风险承担水平的下降。基于以上分析, 本文提出假设 H2。

H2: 基于建议提名董事产生的 CEO 关联会降低公司风险承担水平。

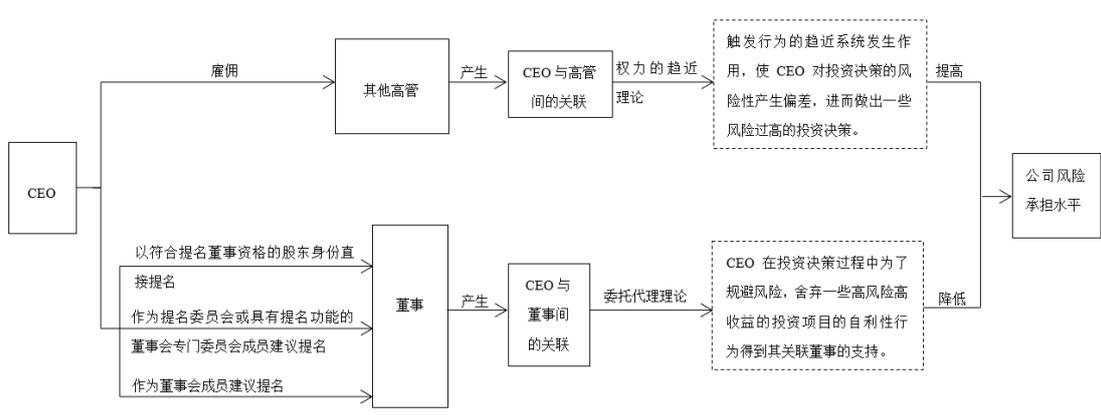


图 1 CEO 关联影响公司风险承担水平的内在机理

(五) CEO 正式权力的调节效应

1.CEO 正式权力

权力是个体行为者实现其意愿的能力。社会学研究者根据个人所处的社会阶层或在组织中的位置以及个体特征和能力将权力分为基于社会地位的正式权力（位置权力）和基于个体特征、能力的非正式权力（个人权力）^[26-28]。与此相似，管理学者也根据权力来源将管理者权力划分为两个方面，一是来源于组织治理结构的权力，如董事会赋予 CEO 的结构性权力和部分所有权。根据社会学研究者的界定，这种权力属于基于位置产生的正式权力。而第二种则是来源于管理者自身特征，如教育背景、职称、工作经历等都可能为管理者带来诸如专家权力和声望权力等非正式权力。基于此，本文借鉴刘锦等（2015）^[28]对 CEO 正式权力的界定，将正式权力界定为“由个人所在组织的正式职位所赋予的权力，其大小取决于个体在组织中所处的位置”。因此，结合芬克尔斯坦（Finkelstein, 1992）^[29]对高管权力的划分，本文将 CEO 的结构性权力和所有权权力定义为其正式权力。

2.CEO 结构性权力的调节效应

CEO 的结构性权力是基于正式组织结构和层级权威产生的权力^[30]，由于其正式的组织位置，他拥有比其他组织成员都高的主导性结构权力。这种权威允许 CEO 们通过控制其下属的行为管理不确定性。CEO 的结构性权力越大，其对下属行为的控制越强，也越可能通过正式结构性权力的作用影响甚至控制下属行为支持自己的风险决策。实际上，基于雇佣高管或建议提名董事产生的 CEO 关联是企业内部一种通过增强 CEO 与其他高管人员以及董事之间信息等资源沟通，提高其决策影响力的非正式沟通和决策机制，其作用的发挥受到公司内部正式权力机制的制约。当 CEO 的结构性权力较大，如 CEO 兼任公司董事长时，CEO 将更倾向于通过正式权威影响甚至控制其他高管和董事的行为，进而支持其个人的风险决策。因此，CEO 结构性权力越大，其通过正式权威影响其他高管和董事行为，支持个人风险决策的可能性越大，从而会削弱 CEO 关联对公司风险承担水平的影响。基于以上分析，本文提出假设 H3。

H3: CEO 结构性权力的提高会削弱 CEO 关联对公司风险承担水平的影响。

3.CEO 所有权权力的调节效应

属于管理者的权力有一部分是其作为代理人代表股东利益的能力。因此，管理者在委托代理关系中的位置决定了其所有权权力的大小。如，其他条件相同，如果一个高管拥有组织

中的很多股权，那么他会比没有股权的高管更有权力。此外，拥有所有权力的高管能够对董事会成员获得某种程度上的控制^[31]。因此，当 CEO 拥有更多的公司股权，他对其他高管和董事的行为将具有更大的影响力，同时也削减了来自公司董事会的不确定性和监督，从而使更多的高管和董事支持其风险决策。实际上，基于雇佣高管或建议提名董事产生的 CEO 关联是企业内部一种通过增强 CEO 与其他高管人员以及董事之间信息资源的沟通，提高其决策影响力的非正式沟通和决策机制，其作用的发挥收到公司内部正式权力机制的制约。当 CEO 的所有权权力较大，如 CEO 持有公司股权时，CEO 将更多的通过影响其他高管行为，削减来自董事会的不确定性，强化他们对其风险决策的支持。因此，CEO 所有权权力越大，其通过影响其他高管行为，削减来自董事会的不确定性，进而强化他们对其风险决策的支持的可能性越大，从而削弱了 CEO 关联这种非正式沟通和决策机制对公司风险承担决策和水平的影响。基于以上分析，本文提出假设 H4。

H4: CEO 所有权权力的提高会削弱 CEO 关联对公司风险承担水平的影响。

三、研究设计

(一) 样本选取及数据来源

本文以 2009-2015 年沪、深两市 A 股上市公司为研究样本，根据研究需要对样本进行如下处理。(1) 剔除 ST 的公司；(2) 剔除金融行业的公司；(3) 剔除异常值和极端值样本；(4) 对所有连续变量进行 1% 的 winsorize 处理。

本文定义的 CEO 是指对公司日常经营决策负有经营管理责任的最高级管理人员。由于并非所有中国上市公司都设有 CEO 职位，因此，参照定义，除设立 CEO 职位的公司外，本文将“总经理”、“总裁”等职位统称为 CEO。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。计算公司风险承担的总资产收益率、息税前利润/营业总收入数据来自于 Wind 数据库。此外，两职合一、CEO 持股、总资产、负债比率、营业收入增长率、上一期绩效、第一大股东持股比例、机构投资者持股比例、控股股东性质、董事会规模、独立董事比例、CEO 变更、CEO 性别、CEO 年龄、CEO 是否兼职等数据均来自 CSMAR 数据库和 CCER 中国经济金融数据库。数据分析主要采用软件 stata12.0 完成。

(二) 变量定义

1. 被解释变量

公司风险承担水平。现有衡量公司风险承担水平的指标主要有盈利的波动性^[5]、股票回报的波动性^[32]、负债比率^[33]等。其中，企业盈利的波动性被最广泛地用于衡量风险承担。因此，本文借鉴约翰等 (John et al., 2008)^[5]和余明桂等 (2013)^[34]衡量公司风险承担水平的方法，采用企业盈利的波动性来衡量风险承担水平 (*Risk*)。计算波动性时，本文首先对每一年的 E_i 采用行业平均值进行调整，然后计算企业在每一观测时间段内经行业调整的 E_i 的标准差，即 $\sigma(E_i)$ 。公式如下：

$$Risk = \sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{n=1}^N (adj_E_{in} - \frac{1}{N} \sum_{n=1}^N adj_E_{in})^2} | N = 5, \text{ 其中:}$$

$$adj_E_{in} = \frac{EBITDA_{in}}{S_{in}} - \frac{1}{X_n} \sum_{t=1}^X \frac{EBITDA_{tn}}{S_{tn}}$$

EBITDA 代表公司年息税前折旧摊销前利润，*S* 为当年营业总收入，*N* 代表年度，取值 1 到 5，*X* 代表某行业的企业总数，*t* 代表该行业的第 *t* 家企业。本文为保证数据的稳健性进行了 5 年的滚动取值处理，如 2009 年的数据是利用公式从 2005 年至 2009 年的数据计算获得，依此类推。

2.解释变量

CEO 关联。CEO 对高管及董事的选择有重要影响。科尔斯等 (Coles et al., 2014)^[35]通过度量 CEO 上任后加入董事会的董事比例来衡量 CEO 对董事会的影响力。与此相似, 本文借鉴并改进了罕娜等 (Khanna et al., 2015)^[12]的研究, 采用 CEO 任期内公司雇佣的高管人数占非 CEO 高管总数的比例来度量 CEO 与高管之间的关联 (FTA); 采用 CEO 任期内公司雇佣的董事人数占非 CEO 董事总数的比例来度量 CEO 与董事之间的关联 (FDA)。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

CEO 正式权力。为考察 CEO 正式权力对 CEO 关联与公司风险承担水平的影响, 本文借鉴芬克尔斯坦 (Finkelstein, 1992)^[29]对 CEO 权力的划分方式和刘锦等 (2015)^[28]对 CEO 正式权力的界定, 将结构性权力和所有权权力定义为 CEO 正式权力。本文采用 CEO 两职合一 (Duality) 来度量 CEO 的结构性权力, 采用 CEO 持股 (Owner) 来度量 CEO 的所有权权力。

4.控制变量

根据以往文献研究, 本文选取可能影响公司风险承担水平以及 CEO 关联的相关控制变量, 主要变量定义见表 1。

(1) 行业层面。考虑到行业差异对公司风险承担水平的影响, 引入行业分类变量。行业分类 (Industry) 是按照证监会 2012 年的行业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。借鉴法西奥 (Faccio et al., 2011)^[33]等研究, 公司层面本文控制了公司规模 (Size)、负债比率 (Debt)、营业收入增长率 (Growth)、上一期绩效 (ROA_{ex}) 等变量; (3) 公司治理层面。根据已有研究, 公司治理层面本文主要从股东、董事会以及高管三个方面选择了上市公司实际控制人类别 (Nature)、第一大股东持股比例 (Top1)、机构投资者持股比例 (Insti)、董事会规模 (Board)、独立董事比例 (Indepen)、CEO 变更 (Change)、CEO 性别 (Sex)、CEO 年龄 (Age)、CEO 兼职 (Part) 等变量进行控制。

(三) 模型构建

基于以上分析, 本文构建多元回归模型考察 CEO 关联对公司风险承担的影响以及 CEO 正式权力的调节作用, 以验证前文提出的假设。

为检验假设 H1a 和 H1b, 即基于雇佣其他高管产生的 CEO 关联对公司风险承担水平的影响, 构建模型 (1):

$$Risk = \beta_0 + \beta_1 FTA + \beta_2 Size + \beta_3 Debt + \beta_4 Growth + \beta_5 ROA_{ex} + \beta_6 Nature + \beta_7 Top1 + \beta_8 Insti + \beta_9 Board + \beta_{10} Indepen + \beta_{11} Change + \beta_{12} Sex + \beta_{13} Age + \beta_{14} Part + Industry + Year + \varepsilon \quad (1)$$

为检验假设 H2a 和 H2b, 即基于建议提名董事产生的 CEO 关联对公司风险承担水平的影响, 构建模型 (2):

$$Risk = \beta_0 + \beta_1 FDA + \beta_2 Size + \beta_3 Debt + \beta_4 Growth + \beta_5 ROA_{ex} + \beta_6 Nature + \beta_7 Top1 + \beta_8 Insti + \beta_9 Board + \beta_{10} Indepen + \beta_{11} Change + \beta_{12} Sex + \beta_{13} Age + \beta_{14} Part + Industry + Year + \varepsilon \quad (2)$$

为检验假设 H3, 即 CEO 结构性权力对 CEO 关联与公司风险承担水平之间关系的影响, 构建模型 (3):

$$Risk = \beta_0 + \beta_1 FTA(FDA) + \beta_2 FTA(FDA) \cdot Duality + \beta_3 Duality + \beta_4 Size + \beta_5 Debt + \beta_6 Growth + \beta_7 ROA_{ex} + \beta_8 Nature + \beta_9 Top1 + \beta_{10} Insti + \beta_{11} Board + \beta_{12} Indepen + \beta_{13} Change + \beta_{14} Sex + \beta_{15} Age + \beta_{16} Part + Industry + Year + \varepsilon \quad (3)$$

为检验假设 H4, 即 CEO 所有权权力对 CEO 关联与公司风险承担水平之间的关系的影响, 构建模型 (4):

$$Risk = \beta_0 + \beta_1 FTA(FDA) + \beta_2 FTA(FDA) \cdot Owner + \beta_3 Owner + \beta_4 Size + \beta_5 Debt + \beta_6 Growth + \beta_7 ROA_{ex} + \beta_8 Nature + \beta_9 Top1 + \beta_{10} Insti + \beta_{11} Board + \beta_{12} Indepen + \beta_{13} Change + \beta_{14} Sex + \beta_{15} Age + \beta_{16} Part + Industry + Year + \varepsilon \quad (4)$$

其中, β_0 为截距项, $\beta_1 - \beta_{16}$ 为模型中各变量对公司风险承担水平的影响系数, ε 为随机扰动项。

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>Risk</i>	风险承担水平	正文变量定义中的 $\sigma(E_i)$
自变量	<i>FTA</i>	CEO 与其他高管之间的关联	CEO 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	CEO 任期内公司雇佣的董事人数/非 CEO 董事会总人数
	<i>Duality</i>	两职合一	报告期内 CEO 是否两职合一, 是取值为 1, 否取值为 0
调节变量	<i>Owner</i>	CEO 持有公司股权	报告期内 CEO 是否持有公司股权, 是取值为 1, 否取值为 0
	<i>Size</i>	公司规模	公司总资产的自然对数
控制变量	<i>Debt</i>	负债水平	负债比率=总负债/总资产
	<i>Growth</i>	公司成长性	营业收入增长率=(本期营业收入-上年同期营业收入)/上年同期营业收入的绝对值
	<i>ROA_{ex}</i>	上一期公司绩效	净利润*2/(期初总资产+期末总资产)
	<i>Nature</i>	实际控制人类别	国有控股取值为 0, 民营控股取值为 1, 外资控股取值为 2, 集体控股取值为 3, 社会团体控股取值为 4, 职工持股会控股取值为 5, 无法识别取值为 6
	<i>Top1</i>	第一大股东持股比例	第一大股东持有的股票数量/总股本
	<i>Insti</i>	机构投资者持股比例	机构投资者持股总数/流通 A 股总股数
	<i>Board</i>	董事会规模	董事总人数
控制变量	<i>Indepen</i>	独立董事比例	独立董事人数/董事会总人数
	<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>Sex</i>	CEO 性别	虚拟变量, 女性 CEO 取值为 1, 男性 CEO 取值为 0

<i>Age</i>	CEO 年龄	CEO 年龄取值
<i>Part</i>	CEO 兼职	虚拟变量, CEO 在除上市公司外的其他单位有兼任职务取值为 1, 否则为 0
<i>Industry</i>	行业	根据证监会行业划分设置虚拟变量
<i>Year</i>	年份	根据不同年份设置虚拟变量

四、数据结果与分析

(一) 变量的描述性统计与相关性分析

表 2 是样本公司主要变量的描述性统计结果。其中, 风险承担水平的最大值为 0.207, 最小值为 0.006, 平均值为 0.054。根据约翰等(John et al., 2008)^[5]的研究结论, 1992-2002 年间, 美国的平均风险承担水平已经达到 0.09, 英国达到了 0.069, 德国为 0.06, 中国香港为 0.067, 均高于样本公司的风险承担水平。夏子航等(2015)^[36]的研究表明, 2007-2013 年间, 我国上市公司的平均风险承担水平为 0.044。这表明我国上市公司整体风险承担水平虽然略低于其他发达国家, 但是已经在逐步提高。此外, 样本公司中 CEO 与其他高管之间的关联度的平均值为 0.216, 标准差为 0.279, CEO 与董事之间的关联度的平均值为 0.205, 标准差为 0.264, 这说明样本公司中有大约 22%的高管和 21%的董事是在公司 CEO 上任后雇佣的, 且样本公司的 CEO 关联情况存在一定差异。

在回归分析前, 对模型中主要变量进行了 Pearson 相关分析(限于篇幅并未列示), 结果表明, *Risk* 与 *FDA* 在 1%的水平上显著负相关, 初步表明了 CEO 与董事之间的关联会显著降低公司的风险承担水平。此外, VIF 检验结果表明, VIF 均值为 1.28 且所有 VIF 值均在 10 以下, 表明变量间不存在严重的多重共线性问题。

表 2 变量的描述性统计

变量类型	变量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
因变量	<i>Risk</i>	0.054	0.040	0.042	0.006	0.207
自变量	<i>FTA</i>	0.216	0.000	0.279	0.000	1.000
	<i>FDA</i>	0.205	0.100	0.264	0.000	1.000
调节变量	<i>Duality</i>	0.244	0.000	0.430	0.000	1.000
	<i>Owner</i>	0.402	0.000	0.490	0.000	1.000
	<i>Size</i>	21.770	21.613	1.294	18.939	25.726
	<i>Debt</i>	0.448	0.443	0.235	0.040	1.161
控制变量	<i>Growth</i>	0.148	0.114	0.317	-0.617	1.538
	<i>ROA_{ex}</i>	0.069	0.054	0.083	-0.168	0.379
	<i>Nature</i>	0.612	1.000	0.632	0.000	6.000
	<i>Top1</i>	0.361	0.341	0.154	0.088	0.755
	<i>Insti</i>	0.373	0.369	0.235	0.004	0.874

<i>Board</i>	8.858	9.000	1.744	5.000	15.000
<i>Indepen</i>	0.370	0.333	0.052	0.308	0.571
<i>Change</i>	0.186	0.000	0.389	0.000	1.000
<i>Sex</i>	0.066	0.000	0.249	0.000	1.000
<i>Age</i>	48.172	48.000	6.259	33.000	64.000
<i>Part</i>	0.522	1.000	0.500	0.000	1.000

(二) 多元回归分析

根据前文构建的计量模型，本文运用 *stata12.0* 软件对 CEO 关联与公司风险承担水平之间的关系进行了分析，进而检验本文的研究假设。本文首先对面板数据进行了 Hausman 检验，检验结果表明应采用固定效应模型对样本数据进行处理。

表 3 中模型 1 是 CEO 关联与公司风险承担水平的回归结果。模型 1 的回归结果表明 CEO 与其他高管之间基于雇佣关系产生的关联对公司风险承担水平的影响系数为正，但并不显著，假设 H1 没有得到验证；CEO 与董事之间基于建议提名关系产生的关联对公司风险承担水平的影响系数显著为负，且在 5% 的显著水平上通过检验，假设 H2 得到验证。这说明，CEO 上任后公司雇佣新董事显著降低了公司风险承担水平，而 CEO 上任后雇佣新的高管则并不会显著影响公司风险承担水平。

表 3 中模型 2 和模型 3 是进一步检验 CEO 正式权力对 CEO 与董事之间基于建议提名关系产生的关联与公司风险承担水平之间关系的调节作用的回归结果。模型 2 考察了 CEO 结构性权力对 CEO 与董事之间的关联与公司风险承担水平之间关系的调节作用。回归结果表明，CEO 两职合一与 CEO 与董事间关联的交互项“*FDA·Duality*”的系数显著为正，并在 1% 的显著水平上通过了检验。即 CEO 两职合一削弱了 CEO 与董事之间关联对公司风险承担水平的负向影响，假设 H3 得到验证。模型 3 考察了 CEO 所有权权力对 CEO 与董事之间关联与公司风险承担水平之间关系的调节作用。回归结果表明，CEO 持股与 CEO 与董事间关联的交互项“*FDA·Owner*”的系数显著为正，并在 5% 的显著水平上通过了检验。即 CEO 持股削弱了 CEO 与董事间关联对公司风险承担水平的负向影响，假设 H4 得到验证。

表 3 CEO 关联与公司风险承担水平的关系及 CEO 正式权力调节作用的回归分析结果

变量	模型1		模型2		模型3	
	系数	t值	系数	t值	系数	t值
<i>FTA</i>	0.004	1.375				
<i>FDA</i>	-0.007**	-2.517	-0.009***	-3.075	-0.010***	-3.168
<i>FDA·Duality</i>			0.016***	3.239		
<i>Duality</i>			-0.009***	-4.131		
<i>FDA·Owner</i>					0.011**	2.495
<i>Owner</i>					0.001	0.689
<i>Size</i>	-0.015***	-10.21	-0.015***	-10.113	-0.015***	-10.150

<i>Debt</i>	0.023***	4.284	0.023***	4.185	0.023***	4.237
<i>Growth</i>	0.004**	2.559	0.004***	2.628	0.004**	2.511
<i>ROA_{ex}</i>	-0.003	-0.330	-0.003	-0.336	-0.004	-0.410
<i>Nature</i>	-0.004*	-1.723	-0.004*	-1.663	-0.004*	-1.792
<i>Top1</i>	0.020*	1.913	0.021**	2.000	0.021**	2.051
<i>Insti</i>	-0.027***	-7.862	-0.026***	-7.652	-0.026***	-7.666
<i>Board</i>	-0.002***	-2.819	-0.002***	-3.019	-0.002***	-2.883
<i>Indepen</i>	-0.007	-0.409	-0.005	-0.280	-0.008	-0.471
<i>Change</i>	0.005***	3.856	0.005***	3.477	0.005***	3.474
<i>Sex</i>	-0.001	-0.397	-0.002	-0.565	-0.001	-0.377
<i>Age</i>	-0.0004***	-2.792	-0.0003*	-2.008	-0.0004**	-3.031
			*		*	
<i>Part</i>	0.002	1.401	0.003*	1.929	0.002	1.344
常数项	0.452***	13.778	0.444***	13.608	0.451***	13.759
年度/行业	控制		控制		控制	
观测值	11243		11218		11249	
R^2	0.064		0.064		0.064	
F 值	30.134***		28.954***		28.901***	

注：*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1%的显著性水平下显著。

五、结论与讨论

本研究以 2009-2015 年沪、深两市 A 股上市公司为样本，在对 CEO 雇佣高管和建议提名董事产生的关联进行分析和度量的基础上，检验了 CEO 关联对公司风险承担水平的影响，得出主要结论如下：

第一，CEO 与董事之间的关联程度越高，公司风险承担水平越低。而 CEO 与高管之间的关联程度与公司风险承担水平之间并不存在显著的相关关系。CEO 通过参与董事的遴选过程建立与董事间的关联，因而受到董事会更少的监督和约束。CEO 在投资决策过程中为了规避风险，舍弃一些高风险的投资项目的自利性行为决策也将得到关联董事的支持和通过，导致公司风险承担水平的下降。而 CEO 通过雇佣高管所产生的关联并没有显著提高公司风险承担水平可能是由于 CEO 与其他高管间本就是雇佣与被雇佣的上下级关系，而雇佣关联高管只是强化了这种关系的非正式层面，并没有显著提高 CEO 的权力感知，因此，也没有显著触发 CEO 的权力趋近系统发生作用，进而影响 CEO 的风险感知水平；第二，CEO 正式权力会显著降低 CEO 与董事之间的关联对公司风险承担水平的影响。当 CEO 的正式权力较大时，CEO 本身对公司具有较大的影响力且这种影响力具有内部合法性和权威性。相对于 CEO 参与董事的选拔、提名过程产生的关联这种非正式的沟通和决策机制，CEO

的正式权力作为一种正式的权力机制对其具有潜在的替代效应。所以,随着正式权力的提高,CEO 会更倾向于通过正式权力影响公司决策,进而削弱了 CEO 与董事之间的关联对公司风险承担的影响。

上述研究结论为我国上市公司治理实践带来了以下启示。第一,上市公司要警惕 CEO 通过参与董事的遴选、提名过程建立私人关联,减少来自董事的监督和约束,过度规避风险,使公司损失潜在的收益。因此,董事会在提名新董事的过程中应把握好 CEO 董事在新董事的遴选和提名过程中发挥的作用,在充分发挥 CEO 董事建议提名权利的同时,警惕 CEO 利用董事身份建议提名关联董事,构建私人关联,降低公司风险承担水平;第二,CEO 通过参与董事的选拔、提名过程产生的关联是公司内部的一种相对非正式的权力来源机制,能够为 CEO 减少来自董事会的监督,提高其影响力。而 CEO 正式权力是具有内部合法性的一种公司内部的正式权力来源机制。正式的权力来源机制与非正式的权力来源机制之间存在潜在的替代效应。因此,CEO 的正式权力越小,作为非正式权力来源机制的 CEO 关联所起到的作用越大;反之,则越小。所以,公司治理实践中董事会应警惕当 CEO 正式权力较小时,如,CEO 不兼任公司董事长,CEO 并未持有公司股份或持有公司股份较少等情境下,CEO 可能会更倾向于采用参与董事的遴选、提名过程的非正式权力来源机制构建与董事间的关联,减少来自董事会的监督和约束。此外,上市公司董事会也应考虑通过进一步完善、规范新董事遴选流程和制度的方式规避 CEO 过度参与新董事的提名过程。

本文的研究局限和未来方向主要有以下几方面。第一,本文采用 CEO 任期内公司雇佣的高管和董事人数的比例来度量 CEO 与高管和董事之间的关联。未来研究为确保研究结论更加稳健,可以进一步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,公司内外部环境的差异可能会对 CEO 关联与公司风险承担水平之间的关系产生权变性影响,且不同的内外部环境之间可能存在交叉影响。因此,未来研究可以考虑交叉内外部环境情境下的 CEO 关联对公司决策的影响。第三,本文考察了 CEO 参与董事选拔、提名过程产生的关联,但并没有对董事进行细分,如独立董事和非独立董事,财务、法律等不同职能背景的董事等。因此,未来研究可以通过对董事的细分进一步考察 CEO 与不同类型的董事之间的关联对公司决策的影响。

参考文献

- [1] SHAPIRA Z. Risk Taking: A Managerial Perspective[M]. New York: Russell Sage Foundation, 1995.
- [2] BOUBAKRI N., COSSET J C., SAFFAR W. The role of state and foreign owners in corporate risk-taking: evidence from privatization[J]. Journal of Financial Economics, 2013, 108(3): 641-658.
- [3] ARIF S., LEE C. M C. Aggregate investment and investor sentiment[J]. Review of Financial Studies, 2014, 27(11):3241-3279.
- [4] MCLEAN R D, ZHAO M. The business cycle, investor sentiment, and costly external finance[J]. The Journal of Finance, 2014, 69(3):1377-1409.
- [5] JOHN K., LITOV L., YEUNG B. Corporate governance and risk-taking[J]. The Journal of Finance, 2008, 63(4):1679-1728.
- [6] WRIGHT P., FERRIS S. P., SARIN A., et al. Impact of corporate insider, blockholder, and institutional equity ownership on firm risk taking[J]. Academy of Management Journal, 1996, 39(2):441-458.
- [7] NAKANO M, NGUYEN P. Board size and corporate risk taking: further evidence from Japan[J].

- Corporate Governance: An International Review, 2012, 20(4):369-387.
- [8] 李文贵, 余明桂. 所有权性质, 市场化进程与企业风险承担[J]. 中国工业经济, 2012,(12):115-127.
- [9] LI J, TANG Y I. CEO hubris and firm risk taking in china: the moderating role of managerial discretion[J]. Academy of Management Journal, 2010, 53(1):45-68.
- [10] FACCIO M, MARCHICA M T, MURA R. CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation[J]. Journal of Corporate Finance, 2016, 39:193-209.
- [11] 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.
- [12] KHANNA V., KIM E., LU Y. CEO connectedness and corporate fraud[J]. The Journal of Finance, 2015, 70(3):1203-1252.
- [13] BYRNE D, CLORE G L, Worchel P. Effect of economic similarity-dissimilarity on interpersonal attraction[J]. Journal of Personality & Social Psychology, 1966, 4(2):220-224.
- [14] Byrne D E. The attraction paradigm[M]. New York: Academic Press, 1971.
- [15] TAJFEL H., TURNER J C. The social identity theory of intergroup behavior[J]. Political Psychology, 1986, 13(3):276-293.
- [16] KELTNER D, GRUENFELD D H, ANDERSON C. Power, approach, and inhibition[J]. Psychological Review, 2003, 110(2):265-284.
- [17] KARNIOL R, ROSS M. The motivational impact of temporal focus: thinking about the future and the past[J]. Annual Review of Psychology, 1996, 47(1):593-620.
- [18] LEWELLYN K B, MULLER-KAHLE M I. CEO power and risk taking: evidence from the subprime lending industry[J]. Corporate Governance: An International Review, 2012, 20(3): 289-307.
- [19] ANDERSON C, BERDAHL J L. The experience of power: examining the effects of power on approach and inhibition tendencies[J]. Journal of Personality and Social Psychology, 2002, 83(6):1362-1377.
- [20] MACE M L. Directors: myth and reality[M]. Boston: Harvard Business School Press, 1971.
- [21] LORSCH J, YOUNG J. Pawns and potentates: the reality of America's corporate boards[J]. The Executive, 1990, 4(4):85-87.
- [22] SHIVDASANI A, YERMACK D. CEO involvement in the selection of new board members: an empirical analysis[J]. The Journal of Finance, 1999, 54(5):1829-1853.
- [23] TEJADA C. Longtime tandy director quits board, says he was punished for faulting CEO[N]. Wall Street Journal, 1997-1-17(4).
- [24] JENSEN M C, MECKLING W H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3(4):305-360.
- [25] EISENHARDT K M. Agency theory: an assessment and review[J]. Academy of Management Review, 1989, 14(1):57-74.
- [26] KNIGHTS D, MCCABE D. Are there no limits to authority?: TQM and organizational power[J].

Organization Studies, 1999, 20(2):197-224.

- [27] RAVEN B H, SCHWARZWALD J, KOSLOWSKY M. Conceptualizing and measuring a power/interaction model of interpersonal influence 1[J]. Journal of Applied Social Psychology, 1998, 28(4):307-332.
- [28] 刘锦, 王学军, 张三保, 等. CEO 非正式权力, 正式权力与企业绩效——来自中国民营上市公司的证据[J]. 管理评论, 2015,27(11):161-169.
- [29] FINKELSTEIN S. Power in top management teams: dimensions, measurement, and validation[J]. Academy of Management Journal, 1992, 35(3):505-538.
- [30] BRASS D J. Being in the right place: a structural analysis of individual influence in an organization[J]. Administrative Science Quarterly, 1984, 29(4):518-539.
- [31] HAMBRICK D C. Upper echelons theory: an update[J]. Academy of Management Review, 2007, 32(2):334-343.
- [32] COLES J L, DANIEL N D, NAVEEN L. Managerial incentives and risk-taking[J]. Journal of Financial Economics, 2006, 79(2):431-468.
- [33] FACCIO M, MARCHICA M T, MURA R. Large shareholder diversification and corporate risk-taking[J]. Review of Financial Studies, 2011, 24(11):3601-3641.
- [34] 余明桂, 李文贵, 潘红波. 管理者过度自信与企业风险承担[J]. 金融研究, 2013, (1):149-163.
- [35] COLES J L, DANIEL N D, NAVEEN L. Co-opted boards[J]. Review of Financial Studies, 2014, 27(6):1751-1796.
- [36] 夏子航, 马忠, 陈登彪. 债务分布与企业风险承担——基于投资效率的中介效应检验[J]. 南开管理评论, 2015,18(6):90-100.

Returning the Favor: CEO Connectedness and Corporate Risk-taking

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: This paper examines how CEO connectedness based on appointing other top executives or participating in the selection and nomination process of directors affects corporate risk-taking and the moderating effect of CEO formal power. The results show that, (1) CEO connectedness based on participating in the selection and nomination process of directors significantly reduces the level of corporate risk-taking; (2) CEO formal power, including CEO structural power and ownership power, reduces the influence of CEO connectedness with directors on corporate risk-taking. The conclusions expand existing researches on corporate risk-taking and CEO connectedness and warn listed companies that CEO may construct personal connections through participating in the selection and nomination process of directors, which can lead to excessive risk aversion to damage to corporate potential earnings.

Keywords: CEO connectedness; employment relationship; recommended nominees; CEO formal power; corporate risk-taking

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）；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；薛有志（1965-），男（汉族），吉林集安人，南开大学商学院教授；周杰（1980-），男（汉族），天津人，南开大学旅游与服务学院副教授。