



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关联是影响企业内部决策效率和企业绩效的重要因素之一。已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, 已有研究过度关注对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STATA 12.0和多元回归分析方法, 系统分析并检验基于雇佣高管或建议提名董事产生的CEO关联与企业绩效之间的关系, 并进一步考察企业内部治理对这种CEO关联与企业绩效之间关系的调节效应。

研究表明, CEO与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形关系, 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0.400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、董事会勤勉程度和监事会监督力度等企业内部治理机制对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的关系有显著的正向调节作用。民营控股上市企业中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的倒U形关系以及内部治理机制的正向调节作用均显著, 而国有控股上市企业中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、防范上市企业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注意运用和平衡企业内部正式机制与非正式机制之间的潜在替代关系, 保障差异化情景下企业潜在收益的最大化。

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 **doi:** 10.3969/j.issn.1672-0334.2017.05.009

文章编号: 1672-0334(2017)05-0102-17

收稿日期: 2016-06-09 **修返日期:** 2017-01-24

基金项目: 国家自然科学基金(71372092, 71132001); 南开大学博士研究生科研创新基金(63163004); 南开大学亚洲研究中心项目(AS1503); 国家留学基金

作者简介: 李小玉, 南开大学中国公司治理研究院和商学院博士研究生, 研究方向为公司治理和战略管理等, 代表性学术成果为“企业战略转型研究述评与基本框架构建”, 发表在2015年第12期《外国经济与管理》, E-mail: lixiaoyu5290@163.com

薛有志, 经济学博士, 南开大学中国公司治理研究院和商学院教授, 研究方向为战略管理、多元化和企业并购等, 主持国家自然科学基金面上项目“基于多元化战略的上市公司治理优化研究”(70772050), E-mail: xue1965@nankai.edu.cn

周杰, 管理学博士, 南开大学旅游与服务学院副教授, 研究方向为战略管理、公司治理和服务管理等, 代表性学术成果为“治理主体干预对公司多元化战略的影响路径——基于管理者过度自信的间接效应检验”, 发表在2011年第1期《南开管理评论》, E-mail: zhoujie_1980@126.com

引言

CEO关联情况对公司决策和业绩的影响已经逐渐成为公司治理领域研究的主题之一。已有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,已有研究大多集中于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,大部分学者认为网络关系会削弱公司治理,也有一些研究认为网络关系促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,已有研究结论并不一致,本研究认为有必要对这一领域进行更深入的探讨。

相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,忽略了公司内外部环境对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部环境的影响,能够在中国关系社会情景下,更为深入地理解CEO关联的价值属性及形成的内在逻辑,为中国上市公司治理风险的防范提供有益启示。

1 相关研究评述

1.1 CEO 关联

高管即高级管理人员,包括公司的经理、副经理、财务负责人、上市公司董事会秘书和公司章程规定的其他人员。CEO与其他高管和董事之间产生关联主要有3种途径,分别是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1种CEO关联来源于人口统计学特征的相似性^[1]。早期的社会心理学研究表明,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,也增强了个体之间的吸引力,并且使评估决策具有偏见^[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。后来的研究运用自我分类理论解释人口统计学特征相似性带来的心理学影响^[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一定的关联。TSUI et al.^[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和自我认同,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2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3种CEO关联来源于雇佣高管或建议提名董事的行为,促进了CEO与高管和董事之间信息和服务的交流。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,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和服务等资源。此外,GOULDNER^[14]认为,互惠规范是一个普遍的道德准则,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和信任等支持性联系和合作行为。那么,当CEO雇佣其他高管或建议提名董事后,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与他雇佣的高管或建议提名董事之间的联系会提高CEO的社会性影响^[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董事的影响力,进而使他们认同他的决策,甚至为他做出的决策提供帮助。综上所述,当CEO雇佣其他高管或建议提名董事后,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和合作后,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。已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,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。

1.2 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,也有少数研究探讨CEO关联的正面效应。已有对于CEO关联的负面效应的研究主要集中于CEO社会网络关系对公司治理和公司价值的影响,研究结果表明,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]和公司投资^[21]等决策上发生偏差。COLES et al.^[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变更与绩效的敏感性下降,CEO薪酬提高;FRACASSI et al.^[4]的研究发现,CEO与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 et al.^[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关联提高了发生公司欺诈的可能性,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公司价值。FALEYE et al.^[30]的研究表明,CEO关联会促进公司创新方面的投资;EDMANS et al.^[31]的研究认为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,已有关于CEO关联的研究大多集中于CEO的社会网络关系,鲜有研究从CEO雇佣其他高管或建议提名董事的视角关注CEO与其他高管和董事之间的内部关联。实际上,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,基于雇佣或建议提名关系产生的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。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,这种强紧密性和稳定性的关联能够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和价值的影响。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,本研究从CEO雇佣高管或建议提名董事的视角,探讨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景。

2 理论分析和研究假设

2.1 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内质化程度,有利于提升沟通效率和决策效率,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内在价值动机的提升。基于现代管家理论,经理人并不追求内在

的机会主义和偷懒,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任期内雇佣高管或建议提名董事的人数逐渐增加,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,此时经理人要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作为企业经营层代理人的代表可能会通过与董事和高管建立私人关联的方式合谋。当CEO通过任命高管或建议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,被任命的高管或被建议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企业股东利益的前提下帮助CEO隐瞒。此时,CEO与其他高管和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,损害企业绩效。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见图1。

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决策。当这种通过雇佣或建议提名产生的CEO关联控制在一定阈值内时,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,本研究认为CEO关联对企业绩效的影响应该是在一定阈值内显著上升,超过一定阈值后则会下降,即两者之间存在倒U形关系。因此,本研究提出假设。

H_{1a} 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形关系。

H_{1b} 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形关系。

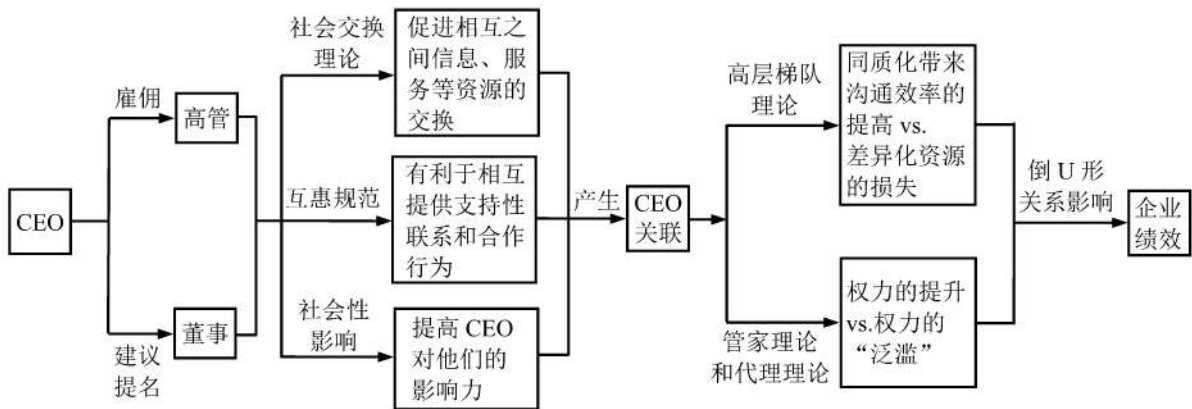


图1 CEO 关联对企业绩效的影响机理

Figure 1 Influence Mechanism of CEO Connectedness on Corporate Performance

2.2 内部治理的调节效应

公司治理结构是一种制衡所有者与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。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,内部治理作为一种企业内部的正式制度安排,对企业内部的非正式规制具有潜在的替代效应。因此,企业内部治理质量会影响CEO关联的绩效效应。企业内部治理机制会对CEO关联与企业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关联对企业决策的影响相对下降。本研究从股东、董事会和监事会这3个主要的企业内部治理主体出发,选择股权集中度、董事会独立性、董事会勤勉程度、监事会监督力度4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

在股权高度分散的企业,股东在监督经理层时存在搭便车心理,因而对经理层的整体监督较弱。由于股东的监督薄弱,CEO与其他高管之间的关联在影响企业决策时能够更充分地发挥作用。而在股权相对集中的企业,大股东可能会产生支持效应和掏空效应^[33]。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。当大股东对企业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,其对企业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,高管团队同质化和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缺失的弊端显现,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,进而弱化其对企业绩效的损害。因此,基于大股东支持效应,企业股权集中度高会促进大股东对管理层的监督,削弱CEO关联对企业绩效的影响。掏空效应是指大股东为了自身利益损害中小股东利益。大股东为了获取更多的控制权,侵占中小股东利益,会与企业管理层合谋,从而减少对管理层的监督。此时,由于股东对管理层的监督薄弱,CEO关联对企业决策的影响能够更好地发挥作用。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关联对企业绩效的损害。因此,基于大股东掏空效应,企业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关联对企业绩效的影响。因此,本研究提出对立的假设。

H_{2a} 股权集中度的提高会削弱CEO关联对企业绩效的影响。

H_{2b} 股权集中度的提高会增强CEO关联对企业绩效的影响。

(2) 董事会独立性和勤勉程度的调节作用

董事会作为企业内部重要的监督和决策机构,代表股东对企业的经营状况进行监督管理,其职责的履行情况对企业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关联作为企业内部的一种非正式沟通和决策机制,其作用的发挥会受到企业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,高管团队同质化和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缺失的弊端显现,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 and 制约,从而减弱了CEO关联对企业绩效的损害。因此,董事会独立性越强,勤勉程度越高,其对企业管理层的监督就越强,从而会削弱CEO关联对于企业决策和绩效的影响。因此,本研究提出假设。

H_{3a} 董事会独立性的提高会削弱CEO关联对企业绩效的影响。

H_{3b} 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企业内部独立的监督机构^[36-37]。监事会作为企业内部的一种正式监督机制,其监督力度越大,企业内部治理水平越高,从而使CEO关联这种企业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,高管团队同质化和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关联对企业绩效的损害。因此,监事会监督力度越强,其对董事会和管理层的监督越强,从而削弱CEO关联对企业决策和绩效的作用。因此,本研究提出假设。

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 样本选取和数据来源

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初始研究样本,并根据研究需要进行以下处理。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STATA 12.0进行数据分析。

3.2 变量定义

(1) 因变量

企业绩效。通常测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值在中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;总资产收益率通常用来测量企业每一单位资产创造的净利润;每股收益则是企业某一时期的净利润与企业普通股总股数的比率,代表每单位资本额的获利能力。相对于托宾Q值,总资产收益率和每股收益能够更好地综合反映特定时期企业的实际获利能力和投资价值,相对客观可靠。因此,遵循相关研究的做法,本研究用总资产收益率测量企业绩效,并采用每股收益作为稳健性检验中企业绩效的代理指标,兼顾企业的盈利能力和投资价值。

(2) 自变量

CEO关联。本研究借鉴并改进KHANNA et al.^[25]的研究,采用CEO任期内企业雇佣的高管人数占高管总人数(剔除CEO本人)的比例测量CEO与高管之间的关联,采用CEO任期内企业雇佣的董事人数占董事会总人数(如CEO兼任企业董事会成员则被剔除)的比例测量CEO与董事之间的关联。CEO任期内雇佣的高管或董事人数占高管总人数或董事会总人数的比例越高,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,本研究借鉴郭泽光等^[33]对内部治理的测量方法,引入股权集中度、董事会独立性和勤勉程度、监事会监督力度3个维度的指标分别考察股东、董事会和监事会的治理机制对CEO关联与企业绩效关系的调节效应。采用企业第一大股东持股比例测量股权集中度,采用独立董事比例测量董事会独立性,采用年度董事会会议召开次数测量董事会勤勉程度,采用监事会人数测量监事会监督力度。

(4) 控制变量

实证研究表明,企业绩效除了受高管关联的影响外,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,本研究从企业层面、董事会层面、高管层面和行业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企业层面。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企业的业绩。因此,本研究将企业规模、企业成长性、负债水平和机构投资者持股比例作为控制变量。②董事会层面。委托人与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,对企业决策的制定和实施

以及企业绩效产生影响,本研究引入董事会规模作为控制变量。③高管层面。已有研究表明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],本研究引入CEO任期和CEO变更作为控制变量。④行业层面。考虑到行业差异对企业绩效的影响,引入行业分类变量。行业分类是按证监会2012年的分类方式并将制造业进一步按门类细分,最终将行业分为21类,在模型中加入20个虚拟变量。⑤将年份也作为控制变量加以控制。

各变量的计算和说明详见表1。

3.3 模型构建

基于以上分析,本研究构建多元回归模型考察CEO关联对企业绩效的影响,以验证提出的假设。

为检验H_{1a}和H_{1b},即CEO关联与企业绩效之间的关系,构建模型(1)式和(2)式,即

$$ROA = \alpha_0 + \alpha_1 FTA^2 + \alpha_2 FTA + \alpha_3 \ln Size + \alpha_4 Sale +$$

$$\alpha_5 Debt + \alpha_6 Insti_R + \alpha_7 Board + \alpha_8 Tenure + \alpha_9 Change + Industry + Year + \varepsilon \quad (1)$$

其中, α_0 为截距, $\alpha_1 \sim \alpha_9$ 为各变量对企业绩效的影响系数, ε 为随机扰动项。

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

其中, μ_0 为截距, $\mu_1 \sim \mu_9$ 为各变量对企业绩效的影响系数, φ 为随机扰动项。

为检验H_{2a}和H_{2b},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)式和(4)式,即

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

其中, β_0 为截距, $\beta_1 \sim \beta_{12}$ 为各变量对企业绩效的影响

表1 变量定义

Table 1 Definition of Variables

变量类型	变量代码	变量名称	变量界定
因变量	ROA	总资产收益率	$\frac{\text{净利润}}{\text{期初总资产} + \text{期末总资产}} \times 2$
	EPS	每股收益	$\frac{\text{净利润}}{\text{普通股股数}}$
自变量	FTA	CEO 与其他高管之间的关联	$\frac{\text{CEO 任期内雇佣的高管人数}}{\text{高管总人数}}$
	FDA	CEO 与董事之间的关联	$\frac{\text{CEO 任期内雇佣的董事人数}}{\text{董事会总人数}}$
调节变量	CR_1	股权集中度	第一大股东持股比例
	Dir	董事会独立性	$\frac{\text{独立董事人数}}{\text{董事会总人数}}$
	Meeting	董事会勤勉程度	年度董事会会议召开次数
	Super	监事会监督力度	监事会总人数
控制变量	lnSize	企业规模	总资产的自然对数
	Sale	企业成长性	营业收入增长率 = $\frac{\text{本期营业收入} - \text{上年同期营业收入}}{\text{上年同期营业收入的绝对值}}$
	Debt	负债水平	负债比率 = $\frac{\text{总负债}}{\text{总资产}}$
	Insti_R	机构投资者持股比例	$\frac{\text{机构投资者持股总数}}{\text{流通 A 股总股数}}$
	Board	董事会规模	董事总人数
	Tenure	CEO 任期	报告期年份 - CEO 任职开始年份 + 1
	Change	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
	Industry	行业	根据证监会行业划分设置行业虚拟变量
	Year	年份	根据不同年份设置年份虚拟变量

系数, ω 为随机扰动项。

$$ROA = \eta_0 + \eta_1 FDA^2 + \eta_2 FDA^2 \cdot CR_1 + \eta_3 FDA + \eta_4 FDA \cdot CR_1 + \eta_5 CR_1 + \eta_6 \ln Size + \eta_7 Sale + \eta_8 Debt + \eta_9 Insti_R + \eta_{10} Board + \eta_{11} Tenure + \eta_{12} Change + Industry + Year + \phi \quad (4)$$

其中, η_0 为截距, $\eta_1 \sim \eta_{12}$ 为各变量对企业绩效的影响系数, ϕ 为随机扰动项。

为检验 H_{3a} , 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) 式和 (6) 式, 即

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

其中, γ_0 为截距, $\gamma_1 \sim \gamma_{12}$ 为各变量对企业绩效的影响系数, v 为随机扰动项。

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

其中, ρ_0 为截距, $\rho_1 \sim \rho_{12}$ 为各变量对企业绩效的影响系数, o 为随机扰动项。

为检验 H_{3b} , 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) 式和 (8) 式, 即

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

其中, δ_0 为截距, $\delta_1 \sim \delta_{12}$ 为各变量对企业绩效的影响系数, ϱ 为随机扰动项。

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

其中, σ_0 为截距, $\sigma_1 \sim \sigma_{12}$ 为各变量对企业绩效的影响系数, ζ 为随机扰动项。

为检验 H_4 , 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) 式和 (10) 式, 即

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

其中, θ_0 为截距, $\theta_1 \sim \theta_{12}$ 为各变量对企业绩效的影响系数, κ 为随机扰动项。

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

其中, τ_0 为截距, $\tau_1 \sim \tau_{12}$ 为各变量对企业绩效的影响系数, 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 为样本企业各指标的描述性统计结果。由表 2 可知, 样本企业 CEO 与高管关联度的平均值为 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。说明样本企业中平均有 20% 以上的高管和董事是在 CEO 上任后雇佣的, 且样本企业间的 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, 企业内部治理各指标之间的差异都较为明显。

表 2 变量描述性统计结果

Table 2 Results for Descriptive Statistics of Variables

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	1
	FDA	0.205	0.264	0	1
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	57
	Super	3.709	1.187	1	12
	lnSize	21.801	1.335	13.076	28.509
控制变量	Sale	0.169	0.437	-1	8.809
	Debt	0.450	0.360	0	13.710
	Insti_R	0.374	0.236	0	0.982
	Board	8.889	1.777	4	18
	Tenure	3.368	1.971	1	17
	Change	0.183	0.387	0	1

表 3 给出了变量间的相关系数, 结果表明, 控制变量大多与企业绩效显著相关, 说明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。

4.2 回归结果分析

根据前文构建的计量模型, 分析 CEO 关联与企业绩效之间的关系, 以检验本研究假设。首先对面板数据采用固定效应还是随机效应进行 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 给出以 ROA 为因变量的回归结果。模型 1 考察控制变量对 ROA 的影响, 模型 2 考察 CEO 与其他高管之间的关联对 ROA 的影响, 模型 3 考察 CEO 与董事之间的关联对 ROA 的影响, 模型 4 考察模型中同时加入 CEO 与其他高管和董事之间的关联后对 ROA 的影

表3 主要变量相关系数
Table 3 Correlation Coefficient of Main Variables

变量	ROA	EPS	FTA	FDA	CR_1	Dir	Meeting	Super	lnSize	Sale	Debt	Insti_R	Board	Tenure	Change
ROA	1														
EPS	0.430 ***	1													
FTA	-0.014	-0.033 ***	1												
FDA	-0.025 ***	-0.059 ***	0.595 ***	1											
CR_1	0.029 ***	0.117 ***	-0.034 ***	-0.053 ***	1										
Dir	-0.009	-0.021 **	0.041 ***	0.014	0.056 ***	1									
Meeting	-0.044 ***	-0.020 **	0.013	0	-0.022 **	0.033 ***	1								
Super	-0.037 ***	-0.023 **	-0.010	0.008	0.062 ***	-0.093 ***	-0.008	1							
lnSize	-0.043 ***	0.161 ***	0.039 ***	0.062 ***	0.273 ***	0.026 ***	0.217 ***	0.295 ***	1						
Sale	0.101 ***	0.153 ***	-0.007	-0.035 ***	-0.007	0.017 *	0.073 ***	-0.037 ***	-0.004	1					
Debt	-0.154 ***	-0.181 ***	0.001	0.006	-0.012	-0.001	0.109 ***	0.126 ***	0.197 ***	-0.005	1				
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			
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		
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	
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

注: *为在10%显著性水平上显著, **为在5%显著性水平上显著, ***为在1%显著性水平上显著, 双尾检验, 下同。

响。

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企业绩效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与企业绩效之间呈显著的倒U形关系, H_{1a} 得到验证。这说明CEO与其他高管之间的关联在没有超过某一阈值时, 能够促进CEO与其他高管之间的沟通和合作, 提高决策质量和效率, 显著提高企业绩效; 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缺失抵消了沟通效率提升带来的收益, 并且CEO决策缺少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, 损害企业绩效。经过计算, 拐点的FTA值约为0.400, 当CEO与其他高管之间关联程度超过0.400时, 即CEO任期内雇佣的高管人数占非CEO高管总数的比例超过40%, CEO与其他高管之间关联的进一步提高会导致企业绩效下降。模型3和模型4的回归结果表明, CEO与董事之间的关联对企业绩效的影响没有通过显著性检验, H_{1b} 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, 对于企业决策的影响更小。

(2)内部治理的调节效应的回归分析结果

表5给出企业内部治理对CEO与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考察监事会监督力度对CEO关联与企业绩效之间关系的影响, 模型9考察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监督力度后对CEO与其他高管之间的关联与企业绩效之间关系的影响。

模型5和模型9的回归结果表明, 股权集中度与CEO关联平方项的交互项系数显著为正, 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与其他高管之间的关联与企业绩效之间的倒U形关系, H_{2a} 得到验证。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关联平方项的交互项系数并不显著, H_{3a} 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关联平方项的交互项系数显著为正, 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与其他高管之间的关联与企业绩效之间的倒U形关系, H_{3b} 得到验证。综合 H_{3a} 和 H_{3b} 的检验结果, 董事会治理的调节效应仅得到部分验证, 可能是由于中国上市公司中独立董事的监督职能受到较大约束, 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地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, 监事会监督力度与CEO关联平方项

表4 CEO关联与ROA的回归结果
Table 4 Regression Results
for CEO Connectedness and ROA

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)
$\ln Size$	-0.016*** (-4.310)	-0.017*** (-4.320)	-0.017*** (-4.480)	-0.017*** (-4.240)
$Sale$	0.024*** (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)
$Insti_R$	0.0277*** (2.810)	0.0279*** (2.820)	0.028*** (2.860)	0.028*** (2.860)
$Board$	-0.004** (-2.160)	-0.004** (-2.220)	-0.004** (-2.150)	-0.004** (-2.150)
$Tenure$	-0.002 (-1.480)	-0.002 (-1.420)	-0.003** (-2.000)	-0.003* (-1.870)
$Change$	-0.002 (-0.400)	0.001 (0.130)	-0.002 (-0.540)	-0.0006 (-0.130)
$Industry$	控制	控制	控制	控制
$Year$	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	11 325	11 273	11 279	11 273
R^2	0.189	0.190	0.190	0.190
F 值	160.930***	139.140***	138.900***	123.010***

注:括号内数据为t值;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。

的交互项系数显著为正,并在5%的显著水平上通过检验,即监事会监督力度的增加削弱了CEO与其他高管之间的关联与企业绩效之间的倒U形关系, H_4 得到验证。这说明随着监事会监督力度的增强,监事会对企业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。

4.3 稳健性检验

(1)因变量的其他度量指标的回归结果

为了提高前文检验结果的可靠性,本研究用每

股收益代替总资产收益率,进一步验证前文结果,表6给出用每股收益替代总资产收益率测量企业绩效的回归结果。模型10考察CEO与其他高管的关联与企业绩效之间的关系,模型11~模型14分别考察股权集中度、董事会独立性、董事会勤勉程度和监事会监督力度对CEO与其他高管之间的关联与企业绩效之间关系的影响,模型15考察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监督力度后对CEO与其他高管之间的关联与企业绩效之间关系的影响。

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形关系稳健。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系数显著为正,并在1%的显著水平上通过检验,再次验证 H_{2a} 。模型12和模型13分别考察董事会独立性和勤勉程度对CEO与其他高管的关联与企业绩效之间关系的影响,实证结果表明,董事会独立性与CEO关联的平方项的交互项系数仍然不显著,而董事会勤勉程度与CEO关联的平方项的交互项系数在5%的水平上显著为负,这与前文的结果不符,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,监事会监督力度与CEO关联的平方项的交互项系数分别在1%和5%的水平上显著为正,再次验证 H_4 。基于以上回归结果,除董事会勤勉程度外,采用每股收益与采用总资产收益率作为企业绩效的测量指标的回归结果基本一致,表明本研究的结论基本稳健可靠。

(2)企业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,对于CEO关联的研究尚属探索性的,较难找到合适的工具变量进行内生性影响的检验。因此,本研究对ROA滞后一期数据进行回归,以降低内生性的影响,回归结果见表7。模型16考察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分别考察股权集中度、董事会独立性、董事会勤勉程度和监事会监督力度对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考察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监督力度后对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形关系依然稳健。模型17~模型21的回归结果表明,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,监事会监督力度的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,虽然企业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形关系一直稳健,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

表 5 内部治理的调节效应的回归结果
Table 5 Regression Results for the Moderating Effect of Internal Governance

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_R</i>	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>Industry</i>	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Year</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	11 273	11 273	11 263	11 273	11 263
<i>R</i> 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***

表6 EPS为因变量的稳健性检验结果
Table 6 Results for Robust Test Using EPS as Dependent Variable

变量	EPS					
	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)
FTA	0.074 (1.580)	0.344*** (3.210)	-0.311 (-1.110)	-0.150 (-1.360)	0.436*** (3.180)	0.121 (0.360)
$FTA \cdot CR_1$		-0.802*** (-3.000)				-0.733*** (-2.720)
CR_1		0.501*** (5.980)				0.493*** (5.880)
$FTA^2 \cdot Dir$			-1.190 (-1.320)			-0.997 (-1.090)
$FTA \cdot Dir$			1.007 (1.360)			0.860 (1.160)
Dir			-0.002 (-0.020)			0.026 (0.180)
$FTA^2 \cdot Meeting$				-0.032** (-2.330)		-0.030** (-2.150)
$FTA \cdot Meeting$				0.023** (2.150)		0.022** (2.060)
$Meeting$				0.001 (0.390)		0.0007 (0.370)
$FTA^2 \cdot Super$					0.117*** (2.660)	0.101** (2.270)
$FTA \cdot Super$					-0.101*** (-2.900)	-0.088** (-2.520)
$Super$					-0.013 (-1.380)	-0.015 (-1.530)
$lnSize$	0.119*** (11.920)	0.105*** (9.840)	0.120*** (11.500)	0.118*** (11.250)	0.120*** (11.500)	0.103*** (9.610)
$Sale$	0.106*** (12.570)	0.106*** (12.390)	0.106*** (12.340)	0.107*** (12.370)	0.106*** (12.340)	0.107*** (12.390)
$Debt$	-0.352*** (-21.550)	-0.348*** (-21.010)	-0.349*** (-21.070)	-0.348*** (-20.970)	-0.349*** (-21.100)	-0.346*** (-20.900)
$Insti_R$	0.161*** (6.290)	0.164*** (6.190)	0.166*** (6.290)	0.165*** (6.250)	0.164*** (6.230)	0.160*** (6.040)
$Board$	-0.0001 (-0.010)	-0.002 (-0.420)	-0.001 (-0.160)	-0.002 (-0.320)	0.0001 (0.010)	0.002 (0.300)
$Tenure$	-0.011*** (-2.850)	-0.010*** (-2.630)	-0.011*** (-2.760)	-0.011*** (-2.710)	-0.010*** (-2.670)	-0.010** (-2.520)
$Change$	-0.026** (-2.250)	-0.027** (-2.300)	-0.026** (-2.260)	-0.026** (-2.210)	-0.026** (-2.270)	-0.027** (-2.280)
$Industry$	控制	控制	控制	控制	控制	控制
$Year$	控制	控制	控制	控制	控制	控制
截距项	-2.155*** (-9.900)	-2.018*** (-8.890)	-2.156*** (-9.140)	-2.120*** (-9.330)	-2.115*** (-9.320)	-1.974*** (-8.270)
观测值	11 670	11 273	11 273	11 263	11 273	11 263
R^2	0.105	0.110	0.105	0.106	0.107	0.112
F 值	69.780***	61.070***	58.270***	58.420***	58.960***	41.420***

表7 CEO 与其他高管之间的关联与滞后一期 ROA 的回归结果

Table 7 Regression Results for CEO Connectedness with Other Top Executives and Backward ROA

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 (-1.400)		-0.001 (-1.250)
<i>FTA</i> ² · <i>Super</i>					0.014 (0.840)	0.011 (0.650)
<i>FTA</i> · <i>Super</i>					-0.010 (-0.740)	-0.007 (-0.570)
<i>Super</i>					-0.003* (-1.780)	-0.003* (-1.850)
<i>lnSize</i>	-0.014*** (-9.860)	-0.015*** (-10.480)	-0.014*** (-9.590)	-0.013*** (-9.130)	-0.013*** (-9.400)	-0.013*** (-8.980)
<i>Sale</i>	0.010*** (2.710)	0.010*** (2.780)	0.010*** (2.710)	0.010*** (2.860)	0.010*** (2.640)	0.010*** (2.830)
<i>Debt</i>	0.160*** (36.910)	0.161*** (37.130)	0.160*** (36.910)	0.161*** (37.100)	0.161*** (37.010)	0.163*** (37.390)
<i>Insti_R</i>	0.035*** (4.860)	0.029*** (3.950)	0.035*** (4.830)	0.035*** (4.770)	0.036*** (4.990)	0.030*** (4.030)
<i>Board</i>	-0.001 (-0.870)	-0.001 (-0.570)	-0.001 (-1.070)	-0.001 (-1.040)	-0.0001 (-0.170)	-0.0004 (-0.340)
<i>Tenure</i>	0.001 (1.150)	0.002 (1.230)	0.001 (1.170)	0.001 (0.980)	0.001 (1.100)	0.001 (1.030)
<i>Change</i>	-0.012** (-2.470)	-0.012** (-2.470)	-0.012** (-2.460)	-0.012** (-2.420)	-0.012** (-2.460)	-0.012** (-2.420)
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
截距项	0.245*** (8.080)	0.246*** (8.100)	0.251*** (7.630)	0.235*** (7.690)	0.240*** (7.830)	0.240*** (7.150)
观测值	8 880	8 880	8 880	8 879	8 880	8 879
<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***

素之一。

4.4 控股股东性质不同的进一步探讨

已有研究表明,不同的股权性质会导致企业在治理和绩效等诸多方面存在明显差异^[40],如股权性质会对企业的投资效率^[41]、薪酬激励的有效性^[42]和企业绩效等^[43]产生影响。基于此,本研究预测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,进一步探讨企业股权性质对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12 757个观测值整理后发现,国有控股企业样本观测值共5 594个,民营控股企业样本观测值6 731个,国有控股和民营控股观测值之和占全样本的96.614%。表8给出分别对国有控股企业和民营控股企业进行回归分析的结果,模型22和模型23分别检验国有控股和民营控股企业CEO与其他高管的关联与企业绩效之间的关系。回归结果表明,国有控股企业CEO与其他高管的关联与企业绩效之间的倒U形关系不显著,民营控股企业CEO与其他高管之间的关联与企业绩效之间的倒U形关系在5%的水平上显著。这可能是由于国有企业的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。相对于国有企业,民营企业CEO在雇佣高管方面拥有更高的话语权,因此民营企业的CEO更能够通过雇佣其他高管的方式建立关联,并对企业决策和绩效产生显著影响。

表9给出对民营控股公司内部治理的调节效应进行回归分析的结果。模型24~模型27分别考察民营控股企业股权集中度、董事会独立性、董事会勤勉程度和监事会监督力度对CEO与其他高管之间的关联与企业绩效之间关系的影响,模型28考察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监督力度后对民营控股上市企业CEO与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,民营控股企业股权集中度对CEO与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与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,监事会监督力度的调节作用虽然为正,但不显著。综合以上回归结果,在民营控股企业中,企业内部治理对CEO与其他高管之间的关联与企业绩效之间关系的正向调节作用基本显著。监事会监督力度的调节作用不显著可能是因为民营控股企业的企业家们为了保证自己在企业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企业中的监督职能会受到更为严重的制约,所以监事会监督力度的调节作用在民营控股企业中并不显著。

表8 基于国有控股和民营控股的分析结果

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>lnSize</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>Industry</i>	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制
截距项	1.568 *** (12.430)	0.514 *** (- 3.690)
观测值	5 351	5 679
<i>R</i> ²	0.165	0.238
<i>F</i> 值	56.920 ***	95.060 ***

5 结论

5.1 结果和启示

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关联进行分析和测量的基础上,研究CEO关联与企业绩效之间的关系及其影响机制,得到研究结果如下。

(1)CEO与其他高管之间的关联与企业绩效之间存在显著的倒U形关系。基于雇佣关系产生的CEO关联被控制在一定阈值(0.400)内能够提升企业绩效,而CEO与高管间的过度关联则会损害企业绩效。CEO与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。

表9 民营控股企业内部治理的调节效应的回归结果

Table 9 Regression Results for the Moderating Effect of Internal Governance of Private Shareholders

变量	ROA				
	模型 24	模型 25	模型 26	模型 27	模型 28
$FTA^2 \cdot CR_1$	0.821*** (4.130)				0.812*** (4.050)
FTA^2	-0.344*** (-4.750)	-0.360* (-1.820)	-0.268*** (-3.380)	-0.266** (-2.030)	-1.022*** (-3.830)
FTA	0.214*** (3.450)	0.239 (1.420)	0.154** (2.330)	0.168 (1.590)	0.669*** (3.040)
$FTA \cdot CR_1$	-0.520*** (-3.110)				-0.523*** (-3.120)
CR_1	0.074 (1.430)				0.078 (1.520)
$FTA^2 \cdot Dir$		0.749 (1.450)			0.588 (1.120)
$FTA \cdot Dir$		-0.517 (-1.170)			-0.444 (-0.990)
Dir		-0.037 (-0.410)			-0.022 (-0.250)
$FTA^2 \cdot Meeting$			0.021*** (2.630)		0.019** (2.440)
$FTA \cdot Meeting$			-0.012* (-1.850)		-0.011* (-1.730)
$Meeting$			-0.001 (-0.540)		-0.0006 (-0.510)
$FTA^2 \cdot Super$				0.058 (1.500)	0.085** (2.140)
$FTA \cdot Super$				-0.038 (-1.230)	-0.056* (-1.770)
$Super$				0.001 (0.080)	0.002 (0.230)
$\ln Size$	0.032*** (4.770)	0.035*** (5.230)	0.034*** (5.080)	0.035*** (5.240)	0.032*** (4.560)
$Sale$	0.022*** (4.960)	0.022*** (4.920)	0.022*** (4.990)	0.022*** (4.940)	0.022*** (5.040)
$Debt$	-0.320*** (-35.850)	-0.318*** (-35.630)	-0.318*** (-35.660)	-0.318*** (-35.630)	-0.320*** (-35.810)
$Insti_R$	0.017 (1.090)	0.021 (1.380)	0.021 (1.370)	0.021 (1.370)	0.017 (1.150)
$Board$	-0.004 (-1.340)	-0.005 (-1.420)	-0.004 (-1.330)	-0.004 (-1.320)	-0.005 (-1.520)
$Tenure$	0.000003 (0.001)	0.0001 (0.030)	0.00004 (0.020)	-0.00001 (-0.010)	-0.0002 (-0.070)
$Change$	0.005 (0.710)	0.005 (0.750)	0.006 (0.740)	0.005 (0.660)	0.005 (0.660)
$Industry$	控制	控制	控制	控制	控制
$Year$	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	5 679	5 679	5 671	5 679	5 671
R^2	0.242	0.238	0.239	0.238	0.243
F 值	79.970***	78.450***	78.460***	78.420***	52.560***

(2) 股权集中度、董事会勤勉程度和监事会监督力度等企业内部治理要素对CEO与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,即企业内部治理的监督作用越强,CEO关联对企业绩效的影响越弱。

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

上述研究结果为中国上市企业治理实践带来以下启示。

(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,损害企业绩效。因此,企业在构建高管团队的过程中应适度把握CEO关联的双向作用,适度给予CEO聘任高管的权力,从而提高CEO与高管之间的沟通效率和决策效率,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,损害企业利益。

(2) 企业内部治理机制是一种正式的制度安排,而CEO关联则是企业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,企业内部的正式制度安排越健全,非正式的沟通和决策机制的发挥受到的约束就越强,CEO关联对企业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,进而导致企业损失潜在的绩效收益。因此,企业治理实践中不应过度强化内部治理对CEO关联的监督,而应该巧妙地运用和平衡企业内部正式机制与非正式机制之间的潜在替代关系,从而保障差异化情景下企业潜在收益的最大化。

(3) 国有上市企业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,通过雇佣关系产生关联的情况较少。相对于国有上市企业,民营上市企业的CEO在雇佣高管方面拥有更多的决策自主权,其CEO更能够通过雇佣其他高管的方式建立关联,并对企业决策和绩效产生显著影响。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,能够帮助企业充分发挥CEO关联对企业绩效的积极作用,弱化其消极影响,从而最大化企业潜在收益。因此,国有控股企业在组建高管团队时也应适度放权给CEO,让CEO关联在国有控股企业中发挥更多的积极作用。

5.2 研究局限和未来方向

① 基于数据的易得性,本研究采用CEO任期内雇佣的高管和董事人数分别占高管总人数和董事会总人数的比例测量CEO关联。未来研究可以参考KHANNA et al.^[25]的研究,用高管薪酬和任期等数据对CEO与高管或董事之间的关联进行加权计算,进

一步完善CEO关联的测量。② 限于研究主题,本研究仅考察基于雇佣关系的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企业内外部环境对CEO关联结果的权变性影响。③ 本研究考察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. *Administrative Science Quarterly*, 1995, 40(1): 60-83.
- [2] FALEYE O, KOVACS T, VENKATESWARAN A. Do better-connected CEOs innovate more?. *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. *管理世界*, 2014(3): 131-138. LU Yao, HU Jiangyan. The impact of the CEO-director hometown connection on the risk level of China's listed companies. *Management World*, 2014(3): 131-138. (in Chinese)
- [4] FRACASSI C, TATE G. External networking and internal firm governance. *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. *Journal of Management & Governance*, 2015, 19(2): 421-460.
- [6] BYRNE D, CLORE G L, Jr, WORCHEL P. Effect of economic similarity-dissimilarity on interpersonal attraction. *Journal of Personality and Social Psychology*, 1966, 4(2): 220-224.
- [7] BYRNE D E. *The attraction paradigm*. New York: Academic Press, 1971: 151-162.
- [8] STEPHAN W G. School desegregation: an evaluation of predictions made in brown v. board of education. *Psychological Bulletin*, 1978, 85(2): 217-238.
- [9] STANGOR C, LYNCH L, DUAN C, et al. Categorization of individuals on the basis of multiple social features. *Journal of Personality and Social Psychology*, 1992, 62(2): 207-218.
- [10] TSUI A S, EGAN T D, O'REILLY III C A. Being different: relational demography and organizational attachment. *Administrative Science Quarterly*, 1992, 37(4): 549-579.
- [11] CHIDAMBARAN N K, KEDIA S, PRABHALA N R. *CEO director connections and corporate fraud*. New York: Fordham University, 2011.
- [12] PELHAM B W, MIRENBERG M C, JONES J T. Why Susie sells seashells by the seashore: implicit egotism and major life decisions. *Journal of Personality and Social Psychology*,

- 2002,82(4):469-478.
- [13] FOA E B, FOA U G. Resource theory of social exchange // TÖRNBLOM K, KAZEMI A. *Handbook of Social Resource Theory*. New York: Springer, 2012:15-32.
- [14] GOULDNER A W. The norm of reciprocity: a preliminary statement. *American Sociological Review*, 1960,25(2):161-178.
- [15] CIALDINI R B, GOLDSTEIN N J. Social influence: compliance and conformity. *Annual Review of Psychology*, 2004, 55:591-621.
- [16] LANDIER A, SAUVAGNAT J, SRAER D, et al. Bottom-up corporate governance. *Review of Finance*, 2013,17(1):161-201.
- [17] KIM E H, LU Y. CEO ownership, external governance, and risk-taking. *Journal of Financial Economics*, 2011, 102(2):272-292.
- [18] MORSE A, NANDA V, SERU A. Are incentive contracts rigged by powerful CEOs?. *The Journal of Finance*, 2011, 66(5):1779-1821.
- [19] KUHNEN C M. Business networks, corporate governance, and contracting in the mutual fund industry. *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. *Management Science*, 2012,58(2):236-252.
- [21] GÜNER A B, MALMENDIER U, TATE G. Financial expertise of directors. *Journal of Financial Economics*, 2008, 88(2):323-354.
- [22] COLES J L, DANIEL N D, NAVEEN L. Co-opted boards. *The Review of Financial Studies*, 2014,27(6):1751-1796.
- [23] KHANNA V S. Should the behavior of top management matter?. *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. *University of Illinois Law Review*, 1992(3):691-740.
- [25] KHANNA V, KIM E H, LU Y. CEO connectedness and corporate fraud. *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. *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. *Journal of Political Economy*, 2008,116(5):951-979.
- [28] COHEN L, FRAZZINI A, MALLOY C. Sell-side school ties. *The Journal of Finance*, 2010,65(4):1409-1437.
- [29] FRACASSI C. *Corporate finance policies and social networks*. Austin: The University of Texas at Austin, 2008.
- [30] FALEYE O, KOVACS T, VENKATESWARAN A. Do better-connected CEOs innovate more?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2014,49(5/6):1201-1225.
- [31] EDMANS A, GOLDSTEIN I, ZHU J Y. *Contracting with synergies*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2011.
- [32] HAMBRICK D C, MASON P A. Upper echelons: the organization as a reflection of its top managers. *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. *南开管理评论*, 2015,18(1):45-51.
- GUO Zeguang, AO Xiaobo, WU Qiusheng. Internal governance, internal control and debt contract governance: evidence from Chinese listed companies. *Nankai Business Review*, 2015,18(1):45-51. (in Chinese)
- [34] CREMERS K J M, NAIR V B. Governance mechanisms and equity prices. *The Journal of Finance*, 2005,60(6):2859-2894.
- [35] GILLAN S L. Recent developments in corporate governance: an overview. *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. *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. *南开管理评论*, 2005,8(1):4-9.
- LI Weian, WANG Shiquan. Appraisal and empirical research about the governance of supervisor board of China's public companies. *Nankai Business Review*, 2005,8(1):4-9. (in Chinese)
- [38] SHEN W, CANNELLA A A, Jr. Revisiting the performance consequences of CEO succession: the impacts of successor type, postsuccession senior executive turnover, and departing CEO tenure. *Academy of Management Journal*, 2002, 45(4):717-733.
- [39] SIMSEK Z. CEO tenure and organizational performance: an intervening model. *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. *管理科学*, 2015,28(1):1-17.
- ZHANG Yaowei, CHEN Shishan, LI Weian. Research on the effects of board informal hierarchy on firm performance and its influence mechanisms. *Journal of Management Science*, 2015,28(1):1-17. (in Chinese)
- [41] 辛清泉, 林斌, 王彦超. 政府控制、经理薪酬与资本投资. *经济研究*, 2007,42(8):110-122.
- XIN Qingquan, LIN Bin, WANG Yanchao. Government control, executive compensation and capital investment. *Economic Research Journal*, 2007,42(8):110-122. (in Chinese)
- [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. *管理世界*, 2013(5):100-115, 130.
- MA Lianfu, WANG Yuanfang, SHEN Xiaoxiu. The governance of state-owned companies' party organization, the redundancy of laborers, and the contract of the salary of top managers. *Management World*, 2013(5):100-115,130. (in Chinese)
- [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. *管理世界*, 2011(7):128-140.
- XIA Lijun, LU Ming, YU Weizheng. The link between the government and the enterprise, and the trans-provincial investment. *Management World*, 2011(7):128-140. (in Chinese)

CEO Connectedness, Internal Governance and Corporate Performance

LI Xiaoyu^{1,2}, XUE Youzhi^{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 STATA 12.0 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 (0.400), 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.

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

Received Date: June 9th, 2016 **Accepted Date:** January 24th, 2017

Funded Project: Supported by the National Natural Science Foundation of China (71372092, 71132001), the Ph. D Candidate Research Innovation Fund of Nankai University (63163004), the Grants from Asia Research Center in Nankai University (AS1503) and the China Scholarship Council

Biography: LI Xiaoyu is a Ph. D candidate in the China Academy of Corporate Governance and Business School at Nankai University. Her research interests include corporate governance and strategic management. Her representative paper titled "A review of corporate strategic transformation research and the construction of general framework" was published in the *Foreign Economics & Management* (Issue 12, 2015). E-mail: lixiaoyu5290@163.com

XUE Youzhi, doctor in economics, is a professor in the China Academy of Corporate Governance and Business School at Nankai University. His research interests cover strategic management, diversification, mergers and acquisitions. He is the principal investigator of the project titled "Research on the corporate governance optimization of listed companies based on the diversification strategy", funded by the National Natural Science Foundation of China (70772050). E-mail: xue1965@nankai.edu.cn

ZHOU Jie, doctor in management, is an associate professor in the College of Tourism and Service Management at Nankai University. His research interests cover strategic management, corporate governance and service management. His representative paper titled "The path of influence of corporate governance subject's intervene on corporate diversification; the test of indirect effect based on managerial overconfidence" was published in the *Nankai Business Review* (Issue 1, 2011). E-mail: zhoujie_1980@126.com □