

本地 CEO 与企业价值：推动还是掏空？*

谢佳松¹ 张玲²

(1. 中山大学岭南学院, 广东 广州 510275;

2. 北京大学经济学院, 北京 100871)



内容提要:CEO 家乡背景是衡量非正式制度中社会关系和 CEO 个体特征的重要指标。本文基于手工整理的中国 A 股上市公司 CEO 家乡所在城市数据识别了上市公司本地 CEO 特征, 研究发现, 本地 CEO 显著抑制了企业价值, 这一结论经过一系列稳健性检验后仍然存在。在使用 Heckman 两步法、PSM、DID 和工具变量等识别策略从各个角度缓解可能存在的估计问题后, 证实了本地 CEO 对企业价值的负向效应具有因果性。机制分析表明, 本地 CEO 主要通过影响企业各类重大战略决策、增加金融机构与企业之间信息不对称水平、减弱董事会监督作用等渠道降低企业价值。这种“掏空”企业价值的效应在外部监管约束越弱时更加突出。聘用本地 CEO 的治理模式在中国上市公司中广泛存在, 本文揭示了本地 CEO 治理对企业价值的影响和机制路径, 不仅从非正式制度角度丰富了企业高管对企业发展影响的相关研究, 同时为基于地缘社会联系的行动逻辑给出了拓展性讨论。

关键词: 本地 CEO 企业价值 企业战略决策 非正式制度

中图分类号: F273 **文献标志码:** A **文章编号:** 1002—5766(2022)10—0075—17

一、引言

随着中国经济改革进程的推进, 各类正式制度已逐步确立和完善, 但日益复杂的市场化经济互动并不能完全受正式制度的约束和规范。若想深入理解和剖析中国改革开放以来的经济发展现象以及市场主体行为, 非正式制度是一个重要视角。社会关系网络作为重要的非正式制度, 是个体间互动偏好和频率的关键, 在政治组织和经济活动中均发挥了重要作用 (Jiang, 2018^[1]; 李新春等, 2016^[2]), 受到越来越多学者和政策制定者的重视。费孝通 (1998)^[3] 曾指出, 血缘是身份社会的基础, 而地缘是契约社会的基础, 基于地缘的社会关系对当代市场经济的影响尤为重要 (Kong 等, 2020^[4]; Ren 等, 2021^[5])。基于此, 本文从高管地缘关系这一角度出发, 探讨其对于当代企业的影响, 既是分析视角上的学术拓展, 也是理解并回应现实问题的学术自觉。

已有研究表明, 个体会倾向于与自己有相同背景的人联系往来 (McPherson 等, 2001^[6]; Granovetter, 2005^[7]; Stolper 和 Walter, 2018^[8]), 企业高管也不例外。企业高管的社会联系对企业投资行为、业绩波动以及市场反应等均产生了重要影响 (Fracassi 和 Tate, 2012^[9]; Kumar 等, 2015^[10]; Giannetti 和 Zhao, 2019^[11])。在现代市场经济中, CEO 作为企业经营决策的主要制定者, 其家乡特征作为个人最重要的背景之一, 是社会关系网络的具现, 能够对企业行为和企业绩效产生深刻影

收稿日期: 2022 - 05 - 11

* 基金项目: 北京大学 - 林肯研究院城市发展及土地政策研究中心论文奖学金资助项目 (DS09 - 20220901)。

作者简介: 谢佳松, 男, 博士研究生, 研究领域为发展经济学, 电子邮箱: xiejs3@mail2.sysu.edu.cn; 张玲, 女, 博士研究生, 研究领域为财政学、劳动经济学与公司金融, 电子邮箱: zzzl@pku.edu.cn。通讯作者: 张玲。

响。本地 CEO 与非本地 CEO 在企业决策中存在显著差异,已有文献充分探讨了本地 CEO 的决策行为(Lai 等,2020^[12];Ren 等,2021^[5])、投资行为(胡珺等,2017^[13];曹春方等,2018^[14])及避税行为(李吉园等,2020)^[15]等,但对于直接反映企业经营状况、利润多寡和发展前景的企业价值则关注不足,目前鲜有研究探讨本地 CEO 对企业价值产生的深层次影响。

事实上,本地 CEO 对企业价值可能产生两种截然不同的影响:一是正向的推动效应。在企业内部,本地 CEO 更容易与企业员工产生认同感,降低沟通和监督成本。在企业外部,CEO 可以通过家乡社会网络频繁地交换和获取信息,减少信息不对称,利于企业做出正确决策。以上两点共同作用,最终促进了企业价值的提升。二是负向的掏空效应。与非本地 CEO 相比,本地 CEO 社会网络更为庞大,具有充分信息优势。与董监高或当地供应商、投资者之间的“同乡”身份便于其形成高度内聚的群体,本地 CEO 可能利用家乡的社会网络为自身及其所属群体寻租,最终对企业价值产生不利影响。可见,家乡背景特征不仅关乎 CEO 个人行为,而且与公司战略决策和企业价值密不可分。因此,回答本地 CEO 如何影响企业价值,区分正向的推动效应和负向的掏空效应哪一方面占主导地位,而其中又有哪些因素在发挥作用,对企业治理和经济发展具有重要的理论和现实意义。

基于此,本文通过手工搜集中国上市公司 CEO 出生城市这一非强制披露信息,从非正式制度视角探究本地 CEO 对企业价值的因果影响,并研究其影响机制。本文发现,本地 CEO 会显著降低企业价值。这一结论在使用 Heckman 两步法、PSM、DID 和工具变量等识别策略缓解可能存在的内生性后依然稳健。机制分析发现,战略决策层面,本地 CEO 倾向于通过配置风险较高的非流动性金融资产、减少固定资产投资、减少高创新策略以及促成关联交易等方式产生“掏空效应”。信息层面,本地 CEO 倾向于隐匿企业战略决策背后的机会主义动机,导致企业外部投资者与企业之间产生信息不对称问题。监督机制层面,本地 CEO 任职下的企业董事会监督作用被削弱。但严格的外部监管能部分缓解本地 CEO 对企业价值的负向影响。

本文的边际贡献主要体现在以下三个方面:第一,企业高阶理论(Hambrick 和 Mason,1984)^[16]认为,由于企业管理者的有限理性与决策信息不足,其个人特征会很大程度影响企业的治理模式和战略决策。本文着重讨论了 CEO 家乡背景对企业价值的影响,进一步印证企业高阶理论在发展中国家的适用性。第二,CEO 家乡背景代表着基于地缘的特殊社会关系网络。以往对 CEO 家乡特征的界定大多基于省份层面,无法深入探讨省份内部的群体身份关系。本文从城市层面认定本地 CEO 背景,将关于 CEO 家乡背景的地缘研究进一步深入和细化。第三,本文从社会关系角度补充和丰富了非正式制度影响企业价值的相关渠道,拓展了有关公司治理领域的研究。通过详细论证本地 CEO 对企业价值产生影响的内在机制,为理解中国企业的治理与发展提供了全新的经验证据和管理启示。

二、文献综述与理论假说

大量文献表明,非正式制度对社会活动影响深远。一方面,Piotroski 和 Wong(2012)^[17]呼吁更多学者关注社会和文化规范等非正式制度对企业活动的影响。个体是文化观念的载体,企业管理者的文化倾向能够显著影响企业决策(Bedendo 等,2020)^[18]。另一方面,高阶理论认为,由于企业环境的不确定性和复杂性以及决策信息的多元化和异质性,其个人特征会很大程度影响企业的治理模式和战略决策(Hambrick 和 Mason,1984)^[16]。该理论将企业管理者的个人特质、企业经营决策和绩效这三个变量整合在一起,认为企业高管的价值观和认知观念将会影响企业战略选择,进而间接影响企业绩效。基于此,已有文献充分探讨了企业高管的文化、年龄、性别、教育背景、职称等个人特质对企业绩效和研发创新战略的影响(Taylor,1975^[19];潘越等,2017^[20])。而 CEO 家乡背

景既代表重要的非正式制度社会联系,也是企业高管重要的个人社会背景特征,故探讨其对企业的影 响,有利于丰富和补充有关非正式制度和高阶理论的相关理论。

理论上,本地 CEO 对企业价值的影响可能存在方向相反的两种效应。从正向的推动效应来 看,本地 CEO 这一特征可能以不同的方式促进公司绩效和价值的提高。首先,基于心理学的地方 依赖理论,地方依赖会影响个体行为。依赖程度越高的个体越有可能将时间和金钱投入到依恋的 地方。因此,与非本地 CEO 相比,本地 CEO 对家乡的认同和情感激励 CEO 关心家乡的福利和发 展,从而引导个体追求整个社会群体的利益(Carrus 等,2005)^[21],并且本地 CEO 更有可能持有长 期愿景,关注未来发展(Ren 等,2021)^[5]。其次,管理者在家乡常常具有大量社会资本。地缘是社 会关系网络中的核心圈层,由于中国上市公司大多数独立董事都是来自当地公司的商人或当地学 校的教授,家乡背景意味着 CEO 不仅能够得到企业内部董监高更多的支持,增加合作及减少情绪 冲突,还有利于企业外部市场的拓展(Faleye 等,2011)^[22]。最后,在社会关系网络下,本地 CEO 与 其他企业高管有着更高的信任水平,可以更好地理解、沟通和信息共享,有助于降低协调和沟通成 本,提高企业内部决议以及行政效率。综上所述,CEO 的家乡背景存在潜在提高企业价值的机制 路径。因此,本文提出如下假设:

H_{1a}:本地 CEO 会提升上市公司的企业价值。

从负向的掏空效应来看,CEO 的家乡背景也可能抑制企业价值。本地 CEO 在家乡常常具有大 量社会资本和关系网络,而强大的社会关系、较少的独立性会损害董事会的监督职能,不利于企业 价值的提升。其一,在其他高管支持和董事会监督职能缺位下,本地 CEO 的决策将遭遇更少的分 歧和批评,倾向于基于机会主义动机做出利于自身亦或自身团体而损害企业利益的战略决策。在 重大的金融资产配置、创新战略等决策中侵害企业利益。其二,在一个由强大社会关系以及充分信 息优势形成的合谋环境下,本地 CEO 与外部投资者可能产生关联交易,对企业产生“掏空”效应。 其三,本地 CEO 可能隐匿企业战略决策背后的机会主义动机,导致信息披露不完善,使企业外部诸 如股权投资者等关于企业信息的来源渠道受限,难以对企业做出准确的预期和判断。最后,本地 CEO 还可能会阻碍表达不同观点的有利环境的形成和董事会决策过程的有效性。在强社会关系 网络下,董事会内部、董监高之间均可能成为盟友,继而达成合谋,导致董事会组织结构向自身团体 利益倾斜,在重大议案投票过程中占据主导地位。这不利于企业形成包容不同意见和促进董事会 决策独立检查的环境(Tan 等,2021)^[23],董事会决策过程的有效性将大幅降低。因此,CEO 家乡背 景也可能抑制企业价值的提升。因此,本文提出如下假设:

H_{1b}:本地 CEO 会抑制上市公司的企业价值。

三、数据选择与模型设定

1. 样本选择与数据来源

本文选择 2008—2018 年中国 A 股上市公司数据作为研究样本。企业原始数据来源为 CSMAR 数据库,参考现有文献对原始数据进行了如下处理:(1)剔除金融业企业样本;(2)剔除当年资产负 债率大于 1 及小于 0 的企业;(3)剔除 ST 企业;(4)对所有连续变量进行上下 1% 的缩尾处理。经 过处理后的企业样本和手工搜集确定 CEO 家乡城市的企业数据相匹配后,共计 7203 个观测值。

2. 模型设定

为了考察本地 CEO 与企业价值之间的关系,本文构建了以下回归模型检验本文假设:

$$TobinQ_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CEO_HIC + X_{it}'\gamma + Industry_d + Year_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中,下标 *i*、*t* 分别表示企业和年份。参考 Tan 等(2021)^[23]等研究,本文被解释变量选用托宾 Q 值来度量企业价值。托宾 Q 值是衡量企业价值的重要指标(Tobin,1969)^[24],它利用股票市场对

企业资产价值与资产生产成本的比值进行估算,高托宾 Q 值意味着高产业投资回报率和高企业价值。其具体计算公式为:托宾 Q 值 = (企业流通市值 + 非流通市值 + 总负债) / 企业总资产。虚拟变量 CEO_HIC 为本文核心解释变量:如果 CEO 的家乡与企业位于同一城市则取 1,否则取 0。为了减少未观测到的混杂因素对识别产生干扰,本文进一步控制了一系列与企业价值及 CEO 是否来自本地相关的因素,包括企业特征和 CEO 特征两个维度,企业层面控制变量包括:企业规模、企业杠杆率、企业上市年龄、企业经营绩效、固定资产比重、现金比率、董事会独立性、董事会规模、管理层规模、股权集中度、是否国有企业、是否处于亏损状态、审计质量、是否家族企业等;CEO 个人层面控制变量包括:CEO 年龄、性别、总薪酬、是否有海外经历、学术背景、金融背景和持股规模。此外,为排除各行业不随时间变化的固定特征对企业价值可能产生的系统性干扰,本文控制了行业固定效应。为了剔除企业价值自身随时间变化的趋势,本文还控制了年份固定效应^①。鉴于核心解释变量本地 CEO 的企业内部变化有限^②,参考 Tan 等(2021)^[23]的分析论证,本文在回归分析过程中不包括企业个体固定效应。模型中系数的标准误均聚类到企业层面^③。

3. CEO 的界定

本文将企业管理者视角聚焦于 CEO 的原因在于以下两点:其一,相关文献表明,CEO 是决定一个公司经营方向的核心人物,是企业经营决策的主要制定者,对企业战略和发展具有重要影响,诸多研究企业高管影响的文献均聚焦于企业 CEO (Faccio 等,2016^[25];Kong 等,2020^[4]);其二,相比于发达国家,在中国,CEO 在组织决策过程中的影响可能更为显著。但由于中国上市公司引入 CEO 体制较晚,并非所有上市公司都设有 CEO 职位。因此,本文参考 Kato 和 Long(2006)^[26]以及 Kong 等(2020)^[4]的做法,遵循以下标准确定企业 CEO:(1)如果董事长兼任总经理,归类为 CEO;(2)如果董事长由公司支付报酬,归类为 CEO;(3)在以上两点未能满足时,总经理被视为 CEO^④。

4. CEO 家乡的确

本文旨在考察本地 CEO 对企业价值的影响,因此确定 CEO 家乡所在地是本文的主要工作之一。由于企业高管出生地并非必须披露的信息,本文通过胡润富豪榜、招股说明书、股吧、高管简历、财经网站、搜索引擎及电话问询等方式手工搜集和验证了企业 CEO 出生城市信息。以往对 CEO 家乡大多确定在省份层面,本文将 CEO 出生地细化到城市层面,不仅数据量大幅提升^⑤,而且克服了以往相关研究囿于省份层面的缺陷,将关于 CEO 家乡背景的研究进一步深入和细化。

四、实证结果

1. 基准回归结果

本文的基准逐步回归结果即本地 CEO 对企业价值的影响如表 1 所示。其中,列(1)为一元回归结果,未控制任何变量和固定效应,列(2)控制了企业层面财务和治理相关变量,列(3)控制了 CEO 个人特征,列(4)进一步控制了年份和行业固定效应,所有回归均采用企业层面聚类标准误。实证结果显示,核心解释变量 CEO_HIC1 的估计系数在控制了一系列变量和固定效应后,显著为负,表明本地 CEO 会显著降低上市公司的企业价值,故基准回归结果支持本文理论假说 H_{1b} 。经济意义上,以列(4)回归结果为例, CEO_HIC1 的估计系数为 -0.1357,即平均而言,本地 CEO 所在企业的托宾 Q 值要比未聘用本地 CEO 的企业低,占全样本企业价值均值的 6.6%,经济意义显著。

① 基于 Hausman 的检验结果强烈拒绝原假设,因此本文不考虑随机效应模型。

② 本地 CEO 特征在企业内部的变化仅占企业间变化的 30%。

③ 本文稳健性检验部分采取了多种标准误设定来验证统计推断的稳健性。

④ 在稳健性检验中,本文也尝试不同的 CEO 界定方式来保证结论的可靠性。

⑤ 本文手工搜集整理的 CEO 出生地数据量相较之 CSMAR 数据库中 CEO 出生地数据量多 51.8%。

表 1 基准逐步回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	TobinQ			
<i>CEO_HIC1</i>	-0.0893 ** (0.0432)	-0.1602 *** (0.0385)	-0.1634 *** (0.0387)	-0.1357 *** (0.0364)
<i>Size</i>		-0.3822 *** (0.0261)	-0.3939 *** (0.0266)	-0.4834 *** (0.0270)
<i>Leverage</i>		-0.0078 *** (0.0012)	-0.0074 *** (0.0012)	-0.0029 *** (0.0011)
<i>Age</i>		0.0536 *** (0.0054)	0.0527 *** (0.0053)	0.0431 *** (0.0051)
<i>ROA</i>		0.0977 ** (0.0436)	0.1146 *** (0.0435)	0.1386 *** (0.0509)
<i>Fix</i>		-0.0043 *** (0.0012)	-0.0039 *** (0.0012)	-0.0015 (0.0012)
<i>Cash</i>		-0.0500 *** (0.0057)	-0.0478 *** (0.0057)	-0.0349 *** (0.0053)
<i>Indratio</i>		0.0120 *** (0.0014)	0.0119 *** (0.0014)	0.0038 *** (0.0013)
<i>Boardsize</i>		0.0199 *** (0.0064)	0.0156 ** (0.0062)	0.0122 ** (0.0052)
<i>Mshare</i>		-0.0245 *** (0.0062)	-0.0224 *** (0.0060)	-0.0207 *** (0.0050)
<i>Top1</i>		-0.0033 ** (0.0015)	-0.0034 ** (0.0015)	-0.0020 (0.0015)
<i>SOE</i>		-0.3404 *** (0.0718)	-0.3114 *** (0.0717)	-0.1503 ** (0.0705)
<i>Loss</i>		-0.4719 *** (0.1047)	-0.4815 *** (0.1051)	-0.1490 (0.0942)
<i>Audit</i>		0.3337 *** (0.1290)	0.3447 *** (0.1271)	0.4909 *** (0.1186)
<i>Family</i>		-0.0124 (0.0476)	-0.0205 (0.0476)	-0.0054 (0.0439)
<i>AgeCEO</i>			0.0059 * (0.0031)	0.0007 (0.0027)
<i>GenderCEO</i>			-0.1727 * (0.0906)	-0.1901 ** (0.0854)
<i>TotalsalaryCEO</i>			0.0167 ** (0.0072)	0.0159 ** (0.0075)
<i>OverseaCEO</i>			0.2581 *** (0.0881)	0.1686 ** (0.0788)
<i>AcademicCEO</i>			0.0634 (0.0477)	-0.0022 (0.0428)

续表 1

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	TobinQ			
<i>FinCEO</i>			0.0858 (0.0844)	0.1393* (0.0770)
<i>ShareCEO</i>			0.0042** (0.0018)	0.0038** (0.0016)
年度固定效应	否	否	否	是
行业固定效应	否	否	否	是
观测值	7203	7203	7203	7203
组内 R ² /R ²	0.0003	0.0919	0.0966	0.3554

注:括号中报告的是企业层面聚类标准误;***表示1%的显著性水平,**表示5%的显著性水平,*表示10%的显著性水平,下同;若无特殊说明,模型设定均与第(4)列相同;受篇幅所限,之后不再列示各控制变量的估计系数,详情备索

2. 稳健性检验^①

(1)企业 CEO 的重新界定。前面的基准回归结果表明,本地 CEO 会显著降低企业价值。在基准回归中,本文参考 Kato 和 Long(2006)^[26]以及 Kong 等(2020)^[4]的做法界定 CEO 身份,构造了核心解释变量 *CEO_HIC1*。但正如前文所述,由于中国上市公司引入 CEO 体制较晚,该项制度并不完善,并非所有公司都设有 CEO 职位。为了防止本文的结论恰好是由于特殊的 CEO 界定方法而产生的,本文对此进行了稳健性检验。参考现有文献做法,本文采用了另外两种企业 CEO 认定规则重新界定企业 CEO:首先,参照陆瑶和李茶(2016)^[27]的研究,对于没有设置 CEO 职位的公司,将“总裁”“总经理”等同职责级别的职位统称为 CEO;其次,按照 CSMAR 数据库中定义的 CEO 直接进行界定。通过两种不同方法界定企业 CEO 后,再识别其出生地和企业所在地城市是否相同,进一步构建了两个本地 CEO 虚拟变量:*CEO_HIC2* 和 *CEO_HIC3*。

表 2 分别将解释变量更换为新的本地 CEO 变量 *CEO_HIC2* 和 *CEO_HIC3*。结果显示,在控制了与基准回归一致的企业特征及 CEO 个人特征后,重新界定后的本地 CEO 变量估计系数均在 1% 统计水平显著为负。这表明,本文的结论对不同 CEO 界定方法的敏感度较小,无论以哪一种方法界定 CEO,本地 CEO 都会显著降低企业价值。

表 2 考虑不同 CEO 界定对结果的影响

变量	(1)	(2)
	TobinQ	
<i>CEO_HIC2</i>	-0.1410*** (0.0368)	
<i>CEO_HIC3</i>		-0.1420*** (0.0370)

① 本文还做了其他稳健性检验,包括:(1)考察剔除国有企业和家族企业的子样本稳健性;(2)排除样本中企业数量占比最多的前三个城市的子样本稳健性;(3)控制城市固定效应;(4)从企业绿色创新绩效角度考虑更广义的企业价值;(5)考虑到随着时间的推移,行业和地区的内部结构、外部环境都会发生变化,进一步加入行业×年份固定效应、省份×年份固定效应来剔除上述因素;(6)考虑聚类稳健性:从城市、省份层面重新聚类进行统计推断。此外,本文还进行了 500 次抽样的 Bootstrap 稳健标准误。上述稳健性均与基准结论一致,限于篇幅并未报告,详情备索。

续表 2

变量	(1)	(2)
	TobinQ	
企业特征	是	是
CEO 特征	是	是
年度固定效应	是	是
行业固定效应	是	是
观测值	7119	7082
组内 R ² /R ²	0.3567	0.3558

(2) 考虑同省 CEO 因素。现有文献对于 CEO 家乡偏好以及家乡背景的讨论多聚焦于省级层面 (Ren 等, 2021^[5]; 李吉园等, 2020^[15]), 这种做法较为宽泛, 一定程度上会忽视省份内部的关系差异。但为了与已有文献对照, 验证本文的结论是否在省级层面同样存在, 本文进一步构造了基于省级行政区划的本地 CEO 虚拟变量: *CEO_HIP1*、*CEO_HIP2*、*CEO_HIP3*, 三个变量分别对应前文不同的 CEO 界定, 若 CEO 的家乡与企业注册地位于同一省份则赋值 1, 否则取 0。在表 3 中将是否同市和是否同省份两种核心解释变量一起放入回归中, 第 (1) ~ (3) 列结果显示, 只有 CEO 家乡与企业位于同一城市才会显著降低企业价值, 而 CEO 出生地与企业所在地位于同一省份的系数并不显著。对于这种结果的解释可能有以下原因: 其一, 基于地缘的社会关系网络对企业价值的影响只有在更微观的城市层面才会凸显; 其二, 同省份 CEO 家乡背景对企业价值的抑制效应被更精确的同市家乡背景吸收了。这也表明, 在中国情境下将本地 CEO 限定在同省份是不够精确的。

进一步, 本文还进行了省份内部的比较, 即将 CEO 出生地和企业所在地同省同市的样本和 CEO 出生地和企业所在地同省不同市的样本进行比较。实证结果如表 3 第 (4) ~ (6) 列所示, 结果表明, 相比于对照组同省非同市的样本, 同省同市的本地 CEO 会显著降低企业价值。这表明, CEO 家乡背景越细化, 其对企业价值的掏空效应越明显。

表 3 考虑同省 CEO 因素

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	TobinQ					
	控制同省 CEO 家乡背景			同省同市 VS. 同省非同市		
<i>CEO_HIC1</i>	-0.1344 *** (0.0506)			-0.1107 ** (0.0519)		
<i>CEO_HIP1</i>	-0.0019 (0.0517)					
<i>CEO_HIC2</i> (0.0512)		-0.1472 ***			-0.1248 ** (0.0525)	
<i>CEO_HIP2</i>		0.0093 (0.0523)				
<i>CEO_HIC3</i>			-0.1465 *** (0.0514)			-0.1252 ** (0.0526)
<i>CEO_HIP3</i>			0.0068 (0.0525)			
企业特征	是	是	是	是	是	是

续表 3

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	TobinQ					
	控制同省 CEO 家乡背景			同省同市 VS. 同省非同市		
CEO 特征	是	是	是	是	是	是
年度固定效应	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	7203	7119	7082	4899	4841	4821
组内 R ² /R ²	0.3554	0.3567	0.3558	0.3410	0.3417	0.3405

五、内生性讨论

前文的基准结果和稳健性检验表明,本地 CEO 和企业价值呈现负相关关系。然而,要想验证这种相关性背后的因果性,必然要讨论由于样本选择偏误、模型设定有误、逆向因果和遗漏变量等问题。为此,本文将利用 Heckman 两步法、倾向得分匹配法(PSM)、双重差分模型(DID)、安慰剂检验以及工具变量两阶段估计(IV_2SLS)等方法,尽可能缓解内生性,以期得到本地 CEO 对企业价值的因果影响。

1. Heckman 两步法

首先,由于本文使用的上市公司 CEO 出生城市数据是手工搜集整理的,可能存在由于抽样不随机导致样本选择偏误。为了克服这一问题,本文利用 Heckman 两阶段选择模型重新考察本地 CEO 对企业价值的影响。具体设定为:

$$Pr(CEO_HIC1 = 1) = \beta_0 + \beta_1 CEO_HIC + X_{it}'\beta_2 + E_{it}'\beta_3 + Industry_d + Year_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$TobinQ_{it} = \delta_0 + \delta_1 CEO_{HIC} + X_{it}'\delta_2 + \delta_3 \tilde{\lambda} + Industry_d + Year_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中,式(2)为第一阶段选择方程,加入了排他性约束 E_{it} ,即识别变量;式(3)为第二阶段决定方程。Heckman 两阶段选择模型能有效解决样本选择问题的关键在于识别变量只影响一阶段模型,不影响二阶段模型。由于本文样本选择偏误的来源是上市公司 CEO 是否披露出生地信息,本文选择同期该企业其他高管是否披露出生地信息作为模型的识别变量。该变量的有效性体现在,若其他企业披露高管出生地信息,该企业也极有可能披露高管出生地信息,但不会直接影响该上市公司的企业价值。第二阶段模型中 λ 为根据第一阶段模型计算的逆米尔斯比(Inverse Mill Ratio),通过加入 λ 以避免样本选择问题对本文估计结果的影响。

表 4 列(1)列示了基于 Heckman 两步法估计得到的实证结果。结果显示,本地 CEO 回归系数在 1% 的统计水平显著为负,且系数大小与基准结果基本一致。在克服了样本选择偏误问题后,本地 CEO 对企业价值仍存在显著的负向作用,进一步验证了本文的理论假说 H_{1b} 。

2. 倾向得分匹配方法估计

进一步,为了缓解基准模型潜在函数形式错误设定导致的有偏估计,本文采用倾向得分匹配法(PSM)进行非参数估计,并采用核匹配方法对协变量进行匹配。接着,本文对利用 PSM 得到的非本地 CEO 控制组和本地 CEO 处理组重新估计,结果如表 4 列(2)所示,核心解释变量的估计系数显著性水平和大小均未发生明显变化。

3. 双重差分模型估计动态效应

除选择性偏误外,本文存在潜在内生性的另一个来源是逆向因果。倘若企业价值的高低有可能会影响企业对于 CEO 的选择和聘用,例如企业价值更高的公司更有能力拓展异地业务,从而聘

用外地 CEO,那么本文得出本地 CEO 为企业价值带来负向影响的结论仅仅反映出不同企业价值公司对管理者的聘用差异。为此,本文进一步采用 DID 模型进行估计。利用上市公司本地 CEO 更替作为冲击,可以较好地解决这种反向因果导致的内生性问题。本文构造了虚拟变量 *Change*:若企业 CEO 在某一年由非本地 CEO 更替为本地 CEO,赋值为 1,若未发生任何变化则取 0。

图 1 为 CEO 更替的平行趋势,纵轴表示估计系数,横轴表示 CEO 发生更替前后期,以政策发生前 4 期及更早之前为基期。可以看出,在企业 CEO 更替前,由非本地 CEO 更替为本地 CEO 的企业价值和未发生更替的企业价值并不存在显著差异。随着非本地 CEO 更替为本地 CEO 第二年,企业价值开始呈现显著差异。DID 的实证结果如表 4 第(3)列所示。同样,为了避免模型设定偏误问题,本文还进行了 PSM-DID 估计,结果如表 4 列(4)所示。结果显示,估计系数均在 1% 的统计水平显著为负,且系数明显增大,这表明前文基准回归结果一定程度低估了本地 CEO 对企业价值的负向影响。

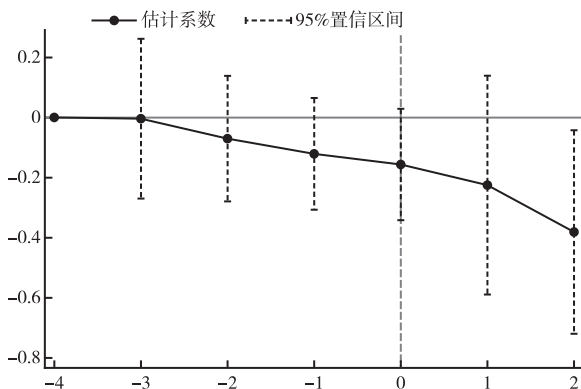


图 1 CEO 更替的平行趋势

资料来源:作者整理

表 4 Heckman 两步法、PSM 以及 DID 估计结果

被解释变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>TobinQ</i>			
	Heckman	PSM	DID	PSM-DID
<i>CEO_HIC1</i>	-0.1273 *** (0.0231)	-0.1303 *** (0.0418)		
<i>Change</i>			-0.1667 ** (0.0767)	-0.2027 ** (0.0900)
<i>IMR</i>	-0.4610 *** (0.1409)			
企业特征	是	是	是	是
CEO 特征	是	是	是	是
年度固定效应	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是
观测值	7203	7202	5288	5287
组内 R ² /R ²	-	0.3745	0.3677	0.3954

4. 安慰剂检验

参考 Jiang 和 Zhang(2020)^[28] 研究范式,本文进行时间维度的安慰剂检验。基本逻辑是,如果前文得到的基准结果完全由固有或先前存在的差异驱动,可以预计,即使对于聘任本地 CEO 的上市公司而言,在本地 CEO 上任之前,就已经与非本地 CEO 上市公司的企业价值存在差异。然而,根据图 2 的结果显示,这一假设并没有得到证据支持:在本地 CEO 上任之前,两类上市公司的企业价值不存在差异,企业价值的差异是在聘任本地 CEO 之后产生的。并且,当上市公司本地 CEO 卸任转为非本地 CEO 上任时,两类上市公司的企业价值差异不再存在。这一结论表明,本地 CEO 对企业价值的负向影响并非受到固有或先前存在的差异驱动,相反,只有本地 CEO 上任才会导致企业价值下降^①。

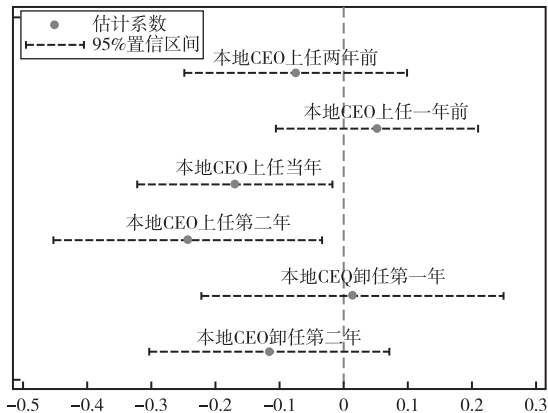


图 2 安慰剂检验

资料来源:作者整理

5. 工具变量估计

为了减少其他难以观测因素同时影响自变量和因变量导致的内生性问题,本文还尝试寻找工具变量进行估计。本文选取语言分化指数和水稻作物种植适宜性作为工具变量进行检验。首先,语言差异是不同文化、群体的重要标签。语言分化指数越高,表明城市族群多样性越高。一方面,城市多样性可以有效打破受限信任模式与基于地缘的社会联结,影响企业的用人决策;另一方面,语言是一个漫长形成的过程,不会对当前企业行为产生直接影响。参考 Alesina 和 Ferrara(2005)^[29] 的做法,构建语言分化指数 $1 - \sum_{i=1}^N S_i^2$ 作为工具变量。其中 S_i 代表方言 i 在一个城市的使用人数份额,数据来源为 Wurm 等(1987)^[30]。因此,该值的取值范围为 $[0, 1]$,数值越大说明从城市中随机抽取的两个人使用不同语言的概率越大,即语言分化程度越高,社会联系越分散,在这种情况下,预计企业更不倾向于雇佣本地 CEO。

第二, Tallhelm 等(2014)^[31] 曾提出的水稻理论认为,社会种植方式会显著影响个体的行为规范。由于具体种植方式的影响,水稻区家庭更倾向于演化出短半径协作及受限信任模式,依赖于小范围的熟人以及地缘合作倾向(丁从明等,2018)^[32],因此可以预期在这种文化倾向下企业更倾向于雇佣本地 CEO。而另一方面,作物种植适宜性这种自然资源禀赋并不会对当今社会的企业行为产生直接影响,因此该变量满足排他性。水稻种植适宜性的数据来源于联合国粮食署网站,该指标越高,表示该地区种植水稻的适宜性越强。

① 本文还进行了企业随机匹配的安慰剂检验,来考察未观测到的遗漏变量是否影响本文结论,结果同样稳健。限于篇幅并未报告,详情备索。

表 5 列示了工具变量估计结果。其中,列(1)为第一阶段估计结果,地区语言分化指数对企业本地 CEO 的影响在 1% 的统计水平显著为负,水稻种植适宜性对企业本地 CEO 的影响在 1% 统计水平显著为正,与预期一致,并且通过了过度识别检验($p = 0.2905$)。此外,在第一阶段为非球形扰动的情形下,用以检验弱工具变量的 F 统计量数值为 20.175,大于 Stock-Yogo 弱工具变量检验临界值,拒绝了其为弱工具变量的原假设。列(2)为第二阶段估计结果,核心解释变量 *CEO_HICI* 的系数仍在 1% 的统计水平显著为负,和前文一致。综上所述,在使用工具变量处理可能的内生性问题之后,本文的核心结论依然十分稳健。

表 5 工具变量估计结果

变量	(1)	(2)
	<i>CEO_HICI</i>	<i>TobinQ</i>
	2SLS_First Stage	2SLS_Second Stage
语言分化指数	-0.2128*** (0.0531)	
水稻种植适宜性	0.0580*** (0.0095)	
<i>CEO_HICI</i>		-0.8721*** (0.3323)
企业特征	是	是
CEO 特征	是	是
年度固定效应	是	是
行业固定效应	是	是
Cragg-Donald Wald F 值	20.175	
Hansen J 值	0.447 (0.5037)	
观测值	4999	4999
组内 R^2/R^2	0.0617	0.8152

六、机制分析

前文已经证明本地 CEO 对中国上市公司的企业价值存在显著负向的因果影响。更为关键的问题是,这种抑制作用的潜在机制是什么?基于前文理论假说,本文将从企业的战略决策、企业与外部信息不对称程度以及企业内外部监督三个方面进行详细讨论,尝试厘清其内在影响逻辑,从而提供更有价值的发现。

1. 本地 CEO 与企业战略决策

CEO 的家乡背景代表了一种基于地缘的强社会联系。在中国,大多数独立董事来自企业所在地。这种社会联系不但使本地 CEO 能够得到董事会更多的支持,同时可能使被视为外部监督力量的独立董事监督作用缺位,这就意味着 CEO 在进行决策时会遭遇更少的分歧和批评(Ren 等, 2021)^[5]。此外,同乡这种社会联系也会为本地 CEO 带来更多的信息优势。董事会监督作用的缺位与 CEO 信息优势相结合,最终可能导致本地 CEO 倾向于基于机会主义动机做出利己或利于自身群体的战略决策,偏离股东利益最大化和企业长期发展目标。基于这一预期,本文将分别从金融资产配置、投资决策、创新决策以及关联交易四个角度详细分析本地 CEO 对企业战略决策的影响。

首先,金融资产配置是企业战略决策的重要一环。相比于实体经济,金融资产投资回报率高,在企业资金总量给定的情况下,企业实体运营投资和金融资产配置之间呈现此消彼长的关系。一

且企业大量配置金融资产追求高回报率,用于实体经济的支出必然下降,产生“挤出”效应。而现有研究发现,金融资产的配置行为取决于管理层的态度(孙蔓莉等,2010)^[33],持有更多风险性金融资产的企业,其市场价值会下降(闫海洲和陈百助,2018)^[34]。

基于此,本文参考现有文献做法,依据金融资产持有时间进行分类,将企业持有的金融资产分为风险较低的流动性金融资产 *LFINR*:用企业交易性金融资产、衍生金融资产和买入返售金融资产净额的总和度量;以及风险性较高的非流动性金融资产 *NLFNR*:用企业发放贷款及垫款净额、持有至到期投资净额、可供出售金融资产净额及长期股权投资的总和度量。进一步,利用两种不同类型金融资产占总资产的比值来衡量企业金融资产配置规模。结果如表 6 第(1)、(2)列所示,被解释变量分别为低风险和高风险金融资产占比。可以发现,本地 CEO 对风险较低的企业流动性金融资产配置规模没有影响,而显著增加了风险较高的非流动性金融资产的配置规模,这类金融资产会对企业价值以及主营业务带来抑制作用(闫海洲和陈百助,2018)^[34]。可见,本地 CEO 的确影响企业金融资产配置,通过持有更多高风险非流动性金融资产,最终降低了企业价值。

本文进一步考察本地 CEO 对企业固定资产投资规模 (*Investment*) 的影响,用以佐证配置风险性较高的非流动性金融资产对实体经济支出存在“挤出效应”。表 6 第(3)列的被解释变量为企业固定资产投资规模,结果显示,当企业聘用本地 CEO 时,会在 1% 的统计水平上显著降低企业的固定资产投资水平。综上所述,金融资产配置的“挤出效应”占主导地位,即本地 CEO 倾向于配置风险性较高的非流动性金融资产,同时减少固定资产投资。

其次,考虑企业的持续创新策略。创新是一项长期且具有高度不确定性的投资活动,对失败的容忍是创新的必要条件(Manso,2011)^[35]。虽然创新投入可能在长期为企业的可持续性发展起到推动作用,但是对于本地 CEO 而言,可能缺乏进行长期创新投资的动力,原因有二:其一,一个合谋且监管缺位的董事会缺少对投资创新的激励。在内部治理缺位下,企业 CEO 没有动机开展风险颇高且回报未知的创新活动。其二,在社会联系形成的团体中,会导致 CEO 更追求短期的群体利益。现有文献常用 R&D 投入作为公司创新活动的代理指标。然而,这一指标仅能反映公司当期研发投入水平,并受到很多其他因素的干扰,不能反映企业整体的持续创新策略。因此,本文参考徐飞(2019)^[36]的做法,构建企业持续创新策略进行分析,模型如下:

$$HighRD_i = \begin{cases} 1, RD > \text{行业平均水平} \\ 0, RD \leq \text{行业平均水平} \end{cases} \quad (4)$$

其中, $HighRD_i$ 为企业 i 为与行业平均水平相比的当期创新策略指示变量, RD 为研发投入。为表示企业研发策略持续性特征,本文进一步计算了公司连续期创新策略特征:如果公司连续两期及以上研发投入高于行业平均水平,即 $HighRD_i$ 连续两期为 1,那么就认定企业采取了持续高创新策略,记为 $HighRD_ind$ 且赋值为 1,否则为 0,并将其作为被解释变量。表 6 列(4)为回归结果,本地 CEO 的估计系数显著为负,表明聘用本地 CEO 企业的高创新策略显著低于聘用非本地 CEO 企业,因此本地 CEO 会减少企业的高创新策略,符合预期。

最后,考虑企业的关联交易行为。基于机会主义动机,为满足自身的私利,将公司的财产或者利润转移出去的行为被定义为“掏空”(Johnson 等,2000)^[37],关联交易是“掏空”行为的主要形式。现有研究发现,上市公司管理层常以关联交易形式攫取公司资源,侵占外部分散股东的利益,导致更低的公司价值和经营绩效(王亮亮,2018)^[38]。

那么对于本地 CEO 来说,在拥有信息优势和监管缺失下,通过更多的关联交易为自身或自身团队谋取利益,是一种低成本高收益的行为,因此预期本地 CEO 会导致企业更多的关联交易。表 6 列(5)中,将是否发生关联交易的虚拟变量 (*Relation*) 作为被解释变量进行回归,发现本地 CEO 估计系数显著为正,表明本地 CEO 通过增加关联交易对企业价值产生“掏空”效应。

表 6 本地 CEO 对企业战略决策的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>LFINR</i>	<i>NLFNR</i>	<i>Investment</i>	<i>HighRD_ind</i>	<i>Relation</i>
<i>CEO_HICI</i>	-0.0000 (0.0002)	0.0073 ** (0.0032)	-2.5770 *** (0.9874)	-0.0467 *** (0.0178)	0.0085 ** (0.0041)
企业特征	是	是	是	是	是
CEO 特征	是	是	是	是	是
年度固定效应	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是
观测值	7203	7203	7203	5954	7203
组内 R ² /R ²	0.0181	0.1429	0.9918	0.1081	0.0042

2. 本地 CEO 与信息不对称

前文在理论假说中提到,在一个由强大社会关系以及充分信息优势形成的合谋环境下,企业 CEO 会倾向于隐匿决策行为背后的机会主义动机,一方面导致企业信息披露不完善,影响外部投资者对企业的预期和判断,以致企业融资困难,最终降低企业价值;另一方面,CEO 也能利用内外信息不对称为自身以及所在群体牟利,从而偏离企业的最优决策,降低企业价值。

为了检验信息不对称这一潜在机制,本文参考于蔚等(2012)^[39]做法,利用金融市场微观结构以及个股详细交易数据,提取流动性比率、非流动性比率以及收益率反转指标的第一主成分作为信息不对称的代理变量 *ASY*。*ASY* 数值越大表示企业面临的信息不对称越严重。表 7 列(1)列示了本地 CEO 对企业信息不对称指标的影响。结果显示,*CEO_HICI* 的估计系数显著为正,这表明本地 CEO 显著提高了外部投资者与企业之间的信息不对称程度,本地 CEO 存在隐匿企业战略决策背后的机会主义动机现象,最终抑制了企业价值的提升。

3. 本地 CEO 与内外部监督机制

企业内部董事会具有监督作用。在强社会关系网络下,董事会内部多数成员成为盟友并达成合谋的可能性更大。这一合力会进一步加强 CEO 对企业的控制,在相关议案或决策的投票过程中占据主导地位,进而抑制董事会监督职能的发挥。此外,一个强大的内部团队也可能会压制甚至恐吓外部团队成员(Tan 等,2021)^[23],这就导致强关系网络 CEO 在企业内部鲜有与之对抗的力量。在这一过程中,不但监督作用难以实现,同时向资本市场发出相关警示的渠道也随之消失。本文推测,本地 CEO 可能通过降低董事会决策和监督过程的有效性,对企业整体价值造成负面影响。

由于缺乏董事会活动的详细数据,本文主要以董事会投票结果视角进行分析。参考郑志刚等(2019)^[40]及 Tan 等(2021)^[23]相关文献做法,本文利用 Wind 数据库中上市公司发布的董事会公告,手动收集了上市公司各项重大决策董事会投票结果并进行文本分析。投票一般有三个选项:同意、反对和弃权,本文将除同意以外的反对、弃权等情形均视为非赞成票,并构造投票行为变量 *Companyvote*:如果上市公司当年董事会决策中存在董事投非赞成票的情况,赋值为 1,否则取 0。表 7 列(2)展示了本地 CEO 对董事会决策的影响,被解释变量为上市公司当年董事会投票是否有非赞成票。核心解释变量估计系数为 -0.0115,在 5% 的统计水平显著为负,意味着本地 CEO 企业所在的董事会中,在决策过程通过投票表达不同意见的概率显著降低。这表明本地 CEO 能够通过合谋降低董事会成员充分表达个人意见的概率,从而有更大的权力基于自身或自身所在团队动机采取决策和行动。

表 7 信息不对称与投票行为

变量	(1)	(2)
	ASY	Companyvote
<i>CEO_HICI</i>	0.0362 ** (0.0184)	-0.0115 ** (0.0059)
企业特征	是	是
CEO 特征	是	是
年度固定效应	是	是
行业固定效应	是	是
观测值	5402	7203
组内 R^2/R^2	0.3768	0.0055

此外,企业外部仍会受到正式制度的约束。当 CEO 面临较弱的外部正式制度约束时,本地 CEO 对企业价值的抑制作用可能更强。借鉴 Ferreira 和 Matos (2008)^[41] 等研究,本文采用两种不同指标衡量 CEO 面临的外部约束,分别是分析师关注度(用上市公司一年内被分析师跟踪分析的数量刻画)和机构持股比例(用企业中机构投资者持股比例刻画)。若企业分析师关注度及机构持股比例越高,表明 CEO 面临的外部约束越强,其机会主义动机越难以实现。进一步地,本文基于上述两个指标构建了强外部约束的虚拟变量 HA 、 HI 以及弱外部约束的虚拟变量 LA 、 LI ^①。

表 8 展示了本地 CEO 面临外部约束的调节作用结果。在控制了其他变量和固定效应的情况下,只有 $CEO_HICI \times LA$ 和 $CEO_HICI \times LI$ 交互项在 1% 统计水平显著为负,即无论采用哪种方式度量 CEO 面临的外部约束,本地 CEO 只有在外部治理薄弱时才会显著降低企业价值。即在正式制度不完善时,本地 CEO 对企业价值呈现更显著的负向影响。

表 8 本地 CEO 外部约束的调节作用

变量	(1)	(2)
	<i>TobinQ</i>	
$CEO_HICI \times HA$	-0.0418(0.0428)	
$CEO_HICI \times LA$	-0.1275 *** (0.0355)	
$CEO_HICI \times HI$		-0.0342(0.0651)
$CEO_HICI \times LI$		-0.1165 *** (0.0350)
企业特征	是	是
CEO 特征	是	是
年度固定效应	是	是
行业固定效应	是	是
观测值	6151	6151
组内 R^2/R^2	0.3725	0.3725

① 如果上市公司当年分析师关注度大于样本中位数, HA 取 1,否则 LA 取 1。同理,如果上市公司当年机构持股比例大于样本中位数, HI 取 1,否则 LI 取 1。

七、结论和政策启示

本文基于手工整理的 CEO 出生地城市数据识别本地 CEO 这一身份信息,通过丰富的稳健性检验和详实的因果识别方法,从理论和实证上发现了本地 CEO 对企业价值的抑制效应。本文的结论对于中国上市公司企业管理具有重要启示。由于聘用本地 CEO 的治理模式在中国上市公司中广泛存在,且鉴于本地 CEO 会通过多种渠道影响企业决策,进而抑制企业价值,上市公司应意识到 CEO 家乡背景等非正式制度联系和高管个人特征的重要性,在实际制定企业管理规章制度时,充分考虑企业高管的个人背景和信息。具体而言,有以下几条政策建议:

第一,合理构建及优化企业管理团队。在选择职业经理人时,将其个人关系网络背景及出生地纳入选聘范畴,建立异地子公司 CEO 职位轮值制度,避免本地 CEO 与当地董监高、投资者、供应商等达成合谋损害股东利益。许多成功的企业如 IBM、西门子、爱立信等都在公司内部或跨国分公司之间建立了岗位轮值制度,华为、京东、阿里、联想等国内企业也开始实行高管轮值制度。轮值 CEO 制度一方面能够应对管理层板结,避免 CEO 仅考虑自身部门或群体的利益,而是将其管辖的分公司或部门带入了全局利益的平衡,减少内部团队固化及腐败寻租行为的产生,从而有效地削弱对企业价值的掏空效应;另一方面,轮值 CEO 制度也有利于企业培养未来管理者,每个轮值者在一段时间内,担负了公司 CEO 的职责,既要处理日常事务,也要着眼于公司战略和制度建设,为企业未来发展不断培养复合型人才。

第二,监管部门要积极引导上市公司及时主动披露高管原生地等个性化信息,减少市场中的信息不对称,了解高管个人背景特征以探析企业的经营决策和发展规律,更加有针对性地进行监督和管理。通过及时、充分的信息披露让利益相关方了解上市公司内部联系,强化市场约束作用。目前,国泰安、万德等数据库并不强制要求披露高管原生地等信息,未来可通过披露高管出生省市县信息、教育经历、留学经历等个性化信息,便于企业和市场进行监督。

第三,市场中应强化对 CEO 的内部监督和外部约束作用,加强正式制度与非正式制度的互补关系。在企业内部,进一步完善董事会监督机制,避免董事会内部成员达成合谋,防范关联交易。在企业外部,加强分析师关注度及机构持股比例等外部监督机制。本文的研究发现,分析师关注度和机构持股比例等外部约束能够有效地削弱本地 CEO 的机会主义动机,从而减少本地 CEO 对企业价值的负向掏空效应。因此,应进一步完善外部监督机制,从而约束企业高管的非理性决策。

参考文献

- [1] Jiang, J., Making Bureaucracy Work: Patronage Networks, Performance Incentives and Economic Development in China [J]. American Journal of Political Science, 2018, 62, (4): 982 - 999.
- [2] 李新春, 叶文平, 朱沅. 牢笼的束缚与抗争: 地区关系文化与创业企业的关系战略 [J]. 北京: 管理世界, 2016, (10): 88 - 102.
- [3] 费孝通. 乡土中国生育制度 [M]. 北京大学出版社, 1998.
- [4] Kong, D., Y. Pan and G. G. Tian. CEOs' Hometown Connections and Access to Trade Credit: Evidence from China [J]. Journal of Corporate Finance, 2020, 62, (7): 1 - 20.
- [5] Ren, S., Y. Cheng and Y. Hu. Feeling Right at Home: Hometown CEOs and Firm Innovation [J]. Journal of Corporate Finance, 2021, 66, (1): 645 - 671.
- [6] McPherson, M., L. Smith-Lovin and J. M. Cook. Birds of a Feather: Homophily in Social Networks [J]. Annual Review of Sociology, 2001, (27): 415 - 444.
- [7] Granovetter, M. The Impact of Social Structure on Economic Outcomes [J]. Journal of Economic Perspectives, 2005, 19, (1): 33 - 50.
- [8] Stolper, O., and A. Walter. Birds of a Feather: the Impact of Homophily on the Propensity to Follow Financial Advice [J]. The Review of Financial Studies, 2018, 32, (2): 524 - 563.
- [9] Fracassi, C., and G. Tate. External Networking and Internal Firm Governance [J]. The Journal of Finance, 2012, 67, (1): 153 - 194.

- [10] Kumar, A., A. Niessen-Ruenzi and O. G. Spalt. What's in a Name? Mutual Fund Flows When Managers Have Foreign-sounding Names[J]. *The Review of Financial Studies*, 2015, 28, (8): 2281 – 2321.
- [11] Giannetti, M., and M. Zhao. Board Ancestral Diversity and Firm-performance Volatility[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2019, 54, (3): 1117 – 1155.
- [12] Lai, S., Z. Li and Y. G. Yang. East, West, Home's Best; Do Local CEOs Behave Less Myopically? [J]. *The Accounting Review*, 2020, 95, (2): 227 – 255.
- [13] 胡珺, 宋献中, 王红建. 非正式制度、家乡认同与企业环境治理[J]. *北京: 管理世界*, 2017, (3): 76 – 94.
- [14] 曹春方, 刘秀梅, 贾凡胜. 向家乡投资: 信息、熟悉还是代理问题? [J]. *北京: 管理世界*, 2018, (5): 107 – 119.
- [15] 李吉园, 邓英雯, 张敏. 本地 CEO 与企业避税: 家乡认同还是寻租? [J]. *北京: 会计研究*, 2020, (7): 119 – 130.
- [16] Hambrick, D. and P. Mason. Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers[J]. *Academy of Management Review*, 1984, 9, (2): 193 – 206.
- [17] Piotroski, J. D., and T. J. Wong. *Institutions and Information Environment of Chinese Listed Firms*[M]. Chicago: University of Chicago Press, 2012.
- [18] Bedendo, M., Garcia-Appendini E., and Siming L. Cultural Preferences and Firm Financing Choices[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2020, 55, (3): 897 – 930.
- [19] Taylor, R. N. Age and Experience as Determinants of Managerial Information Processing and Decision Making Performance[J]. *The Academy of Management Journal*, 1975, 5, (1): 74 – 81.
- [20] 潘越, 肖金利, 戴亦一. 文化多样性与企业创新: 基于方言视角的研究[J]. *北京: 金融研究*, 2017, (10): 146 – 161.
- [21] Carrus G., M. Bonaiuto and M. Bonnes. Environmental Concern, Regional Identity, and Support for Protected Areas in Italy[J]. *Environment and Behavior*, 2005, 37, (2): 237 – 257.
- [22] Faleyem O., R. Hoitash and U. Hoitash. The Costs of Intense Board Monitoring[J]. *Journal of Financial Economics*, 2011, 101, (1): 160 – 181.
- [23] Tan, Y., J. Xiao and C. Zeng. What's in a Name? The Valuation Effect of Directors' Sharing of Surnames[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2021, 122, (1): 105991.
- [24] Tobin, J. A General Equilibrium Approach to Monetary Theory[J]. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1969, 1, (1): 15 – 29.
- [25] Faccio, M., M. T. Marchica and R. Mura. CEO Gender, Corporate Risk-taking, and the Efficiency of Capital Allocation[J]. *Journal of corporate finance*, 2016, (39): 193 – 209.
- [26] Kato, T., and C. Long. Executive Turnover and Firm Performance in China[J]. *American Economic Review*, 2006, 96, (2): 363 – 367.
- [27] 陆瑶, 李荼. CEO 对董事会的影响力与上市公司违规犯罪[J]. *北京: 金融研究*, 2016, (1): 176 – 191.
- [28] Jiang, J. and M. Zhang. Friends with Benefits: Patronage Networks and Distributive Politics in China[J]. *Journal of Public Economics*, 2020, 184, (2): 16 – 29.
- [29] Alesina, A. and E. L. Ferrara. Ethnic Diversity and Economic Performance[J]. *Journal of Economic Literature*, 2005, 43, (3): 762 – 800.
- [30] Wurm, S. A., R. Li, and T. Baumann. *Language Atlas of China* [M]. Hong Kong: Longman, 1987.
- [31] Talhelm, T., X. Zhang, S. Oishi, C. Shimin, D. Duan, X. Lan, and S. Kitayama. Large-scale Psychological Differences Within China Explained by Rice Versus Wheat Agriculture[J]. *Science*, 2014, 344, (6184): 603 – 608.
- [32] 丁从明, 周颖, 梁甄桥. 水稻北麦、协作与信任的经验研究[J]. *北京: 经济学(季刊)*, 2018, (2): 579 – 608.
- [33] 孙蔓莉, 蒋艳霞, 毛珊珊. 金融资产分类的决定性因素研究——管理者意图是否是真实且唯一标准[J]. *北京: 会计研究*, 2010, (7): 27 – 31.
- [34] 闫海洲, 陈百助. 产业上市公司的金融资产: 市场效应与持有动机[J]. *北京: 经济研究*, 2018, (7): 152 – 166.
- [35] Manso, G. Motivating Innovation[J]. *The Journal of Finance*, 2011, 66, (5): 1823 – 1860.
- [36] 徐飞. 银行信贷与企业创新困境[J]. *北京: 中国工业经济*, 2019, (1): 119 – 136.
- [37] Johnson, S., R. La Porta F. Lopez de Silanes and A. Shleife. Tunneling[J]. *American Economic Review*, 2000, 90, (2): 22 – 27.
- [38] 王亮亮. 控股股东“掏空”与“支持”: 企业所得税的影响[J]. *北京: 金融研究*, 2018, (2): 172 – 189.
- [39] 于蔚, 汪淼军, 金祥荣. 政治关联和融资约束: 信息效应与资源效应[J]. *北京: 经济研究*, 2012, (9): 125 – 139.
- [40] 郑志刚, 胡晓霖, 黄继承. 超额委派董事、大股东机会主义与董事投票行为[J]. *北京: 中国工业经济*, 2019, (10): 155 – 174.
- [41] Ferreira, M. A. and P. Matos. The Colors of Investors' Money: The Role of Institutional Investors Around the World[J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 88, (3): 499 – 533.

Local CEOs and Firm's Value: Promoting or Tunneling?

XIE Jia-song¹, ZHANG Ling²

(1. Lingnan College, Sun Yat-sen University, Guangzhou, Guangdong, 510275, China;

2. School of Economics, Peking University, Beijing, 100871, China)

Abstract: Informal institution is an important perspective to understand the current economic development of China. In China, the influence of the relationship network may be more far-reaching. Actually, CEO's hometown background is an important indicator to measure informal social relations. This paper identifies the local CEOs of Chinese listed companies based on the data of CEOs' home city, and explores the influence of local CEOs on enterprise value in detail.

In fact, local CEOs may have two distinct impacts on firm value. First, the positive effect. Within the firm, local CEOs are more likely to have a sense of identity with employees, reducing communication and supervision costs. Outside the firm, local CEOs can also exchange and obtain information frequently through their hometown social networks to reduce information asymmetry and thus help the firm make more correct decisions. Together, the above two factors have finally promoted the firm value. Second, the negative tunneling effect. Compared with non-local CEOs, local CEOs have a larger social network with full information advantages. The "hometown" status with directors, supervisors and senior executives or local suppliers and investors facilitate the formation of a highly cohesive group. Local CEOs may use their hometown's social network to seek rent for themselves and their affiliated groups, which will eventually have a negative impact on the firm value. It can be seen that the characteristics of hometown background are not only related to the CEO's personal behavior, but also inseparable from the firms' strategic decisions and firm value. Therefore, it is of great theoretical and practical significance for corporate governance and economic development to answer how local CEOs affect firm value, distinguish between positive effects and negative tunneling effects, and what factors are playing a role.

The result of this paper shows that local CEOs have a significant negative effect on firm value and this conclusion still exists after a series of robustness tests. After alleviating the possible endogenous from various perspectives by using the identification strategies such as Heckman two-step method, PSM, DID, and instrumental variables, it is confirmed that the negative relationship between local CEOs and enterprise value is a causal effect. Further mechanism analysis shows that local CEOs reduce firm's value by influencing various major strategic decisions; increasing information asymmetry between financial institutions and listed companies, and weakening the supervisory role of the board of directors. This tunneling effect is more significant when the external regulatory environment is weaker. The local CEOs widely exist in Chinese listed companies, this paper reveals the impact and mechanism of local CEO on firm's value, which not only enriches the relevant research on the impact of executives on firms' development from the perspective of the informal institution, but also gives an expanded discussion on the action logic based on geo-social connection.

Compared with the existing literature, the possible contributions of this paper are as follows: First, based on the personal characteristics of the hometown background of enterprise managers, most of them focus on the decision-making behavior, investment behavior and tax avoidance behavior. This paper focus on the impact of CEO's hometown background on firm value for the first time, which further confirms the applicability of Upper Echelons Theory in developing countries. Second, the CEO's hometown background represents a unique social network based on geography. In the past, the definition of CEO's hometown characteristics was mostly based on the provincial level, and it was impossible to deeply explore the group identity relationship within the province. This paper identifies the local CEO background from the city level. Third, this paper supplements and enriches the relevant channels of informal institutions affecting firm value from the perspective of social relations. And also expands the research in the field of corporate governance. Through detailed demonstration of the internal mechanism of the influence of local CEOs on firm value, it provides new empirical evidence and management inspiration for understanding the governance and development of Chinese enterprises.

Key Words: local CEO; firm value; corporate strategic decision; informal institution

JEL Classification: G30, G32, M12

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2022.10.005

(责任编辑: 闫梅)