

# 家乡社会资本与供应链构建\*

——基于 CEO 管理防御的视角

张婷婷<sup>1</sup> 张孝蔚<sup>2</sup> 曹春方<sup>3</sup> 夏常源<sup>1</sup>

- (1. 西南财经大学金融学院, 四川 成都 611130;  
2. 茅台学院工商管理系, 贵州 茅台 564500;  
3. 中山大学管理学院, 广东 广州 510275)



**内容提要:**管理防御问题是公司治理实践中的重要问题。本文从管理防御视角探讨依附于 CEO 个体的家乡社会资本如何影响企业供应链构建及效果。基于 2001—2020 年手工整理的 CEO 家乡数据以及上市公司供应商地理分布数据, 本文考察了 CEO 家乡社会资本对企业供应链的影响。研究发现: (1) CEO 会更多地在家乡构建供应链, 表现为在 CEO 家乡有更多的采购。(2) 这种 CEO 家乡供应链有经理专用型投资特点, 能够增强管理防御, 表现为降低 CEO 被更替的概率, 并且弱化 CEO 更替业绩敏感性。(3) 异质性上, 年长、低学历、任期较长、国有企业、权力较弱以及持股比例较低的 CEO 更倾向构建家乡供应链。(4) 经济后果上, CEO 家乡供应链提高了公司供应商稳定度, 增加了供应商提供的商业信用, 但同时也降低了公司成长性。本文的结论有助于理解企业中个体社会资本的私利动机使用, 对公司董事会及外部投资者与监管者认识、监督和监管中国式 CEO 管理防御构建提供参考。

**关键词:** 家乡社会资本 经理专用型投资 管理防御 家乡供应链

**中图分类号:** F275.5 **文献标志码:** A **文章编号:** 1002—5766(2023)11—0169—20

## 一、引言

选择合适的管理层(CEO)是公司治理研究的核心命题, 但管理防御(managerial entrenchment)的存在, 对这一命题提出了挑战。管理防御是指经理人会选择有利于维护自身职位、并追求私利最大化的行为, 对可能出现的撤换和解聘进行防御(Shleifer 和 Vishny, 1989)<sup>[1]</sup>。现有文献主要以反并购法案、防御指数直接测量, 或者以资本结构、股票回购、控制权、盈余平滑等防御效果间接测量管理层防御(Frattaroli, 2020<sup>[2]</sup>, 李四海等, 2023<sup>[3]</sup>)。这些文献虽然丰富, 但更强调防御措施或财务

收稿日期: 2022-04-23

\* 基金项目: 国家自然科学基金青年项目“CEO 社会资本与管理层防御: 基于供应链的视角”(71902163); 教育部人文社会科学青年基金项目“企业社会责任履行偏好及动机研究——基于高管‘故乡情结’的分析视角”(19YJC630218); 国家自然科学基金地区项目“国有企业高管激励不足型薪酬契约研究——基于‘限薪令’背景下的考察”(72362027)。

作者简介: 张婷婷, 女, 讲师, 管理学博士, 研究领域为社会资本与公司治理、资本市场财务与分析, 电子邮箱: tt\_zhang90@163.com; 张孝蔚, 女, 讲师, 管理学博士, 研究领域为公司治理、企业税收, 电子邮箱: xiaowei\_swufe@163.com; 曹春方, 男, 教授, 博士生导师, 管理学博士, 研究领域为公司治理与会计、企业集团治理、国企改革, 电子邮箱: chunfang\_cao@163.com; 夏常源, 男, 副教授, 管理学博士, 研究领域为保险与企业风险管理、劳动力与公司金融、非正式制度与公司治理, 电子邮箱: xiachangyuan@126.com。通讯作者: 曹春方。

政策,而管理防御的原始起点——经理专用型投资(manager-specific investment)(Shleifer和Vishny,1989)<sup>[1]</sup>却没有得到体现。CEO利用经理专用型投资构建管理防御有两个特点:其一,投资(或业务)只有在特定经理人管理下价值才能充分实现,即有“排他性”;其二,这种排他性管理在经济上足够重要,公司更换经理人需要承担较大损失(Taylor,2010)<sup>[4]</sup>,即形成经济“锁定”。针对“排他性锁定”的特点,公司的供应链选择是一个相对合适的管理防御手段。首先,如何构建和维护企业与供应链的关系是企业经营活动中的重点内容(Beer等,2018)<sup>[5]</sup>,CEO作为企业经营活动的重要决策者,在供应商选择过程中扮演重要角色。如果企业供应链的选择及维护是建立在CEO个人社会资本基础之上,则具有一定的“排他性”。其次,企业嵌入在供应链之中,在选择供应链之后往往具有一定的“锁定”性质,供应链关键节点的转移和中止会给企业带来巨大损失(Berger等,2023)<sup>[6]</sup>。因此本文尝试从CEO家乡供应链视角,探讨这种“排他性锁定”的供应链构建是否形成了管理防御,以及效果如何。

众多研究表明,个体或企业通过与社会网络中的其他人员或组织发生资源交换而形成的社会资本,能为企业带来诸多的正面作用(Hoi等,2019)<sup>[7]</sup>。社会资本存在的基础是个体构成的社会网络,但一个容易被忽视的问题是,由社会网络联接形成的社会资本往往也依附于个体,而理论上,个体对其社会资本的使用取决于个体动机,由此带来的经济后果也可能是多样性的。具体到公司中,在委托代理框架下,CEO有私利动机使用依附于个体的社会资本进行经理层防御构建。本文的CEO个体社会资本聚焦于家乡社会网络,因为在中国的关系型社会文化中,家乡网络扮演着重要角色,是最常见也最独特的社会网络之一。以身份认同为基础的一系列文献验证了家乡网络在经济(李书娟和徐现祥,2016)<sup>[8]</sup>、环境(胡珺等,2017)<sup>[9]</sup>、公司治理(曹春方等,2018)<sup>[10]</sup>等方面的作用,大量的企业创始人在家乡投资的现象也提供了企业与家乡网络联结的朴素证据。Kong等(2020)<sup>[11]</sup>发现中国公司与CEO家乡供应商之间的家乡网络联结关系可以为公司带来更多的商业信用,也为家乡供应链网络提供了直接证据。

以CEO家乡社会资本为解释变量,并选取供应链构建为被解释变量,本文探讨CEO是否通过在家乡构建供应链来实现管理防御。基于2001—2020年手工整理的CEO家乡数据以及上市公司供应商的地理分布数据,本文实证检验了CEO家乡供应链的构建以及效果。相比现有文献,本文贡献在于:第一,创新性地从CEO家乡供应链角度解析CEO管理防御的动态构建,拓展公司治理中管理防御的相关研究。Shleifer和Vishny(1989)<sup>[1]</sup>强调,由于经理专用型投资的存在,管理防御成为公司挑选合适管理层的重要障碍,而现有文献对管理防御的探讨,却忽略了经理专用型投资。本文以CEO在家乡构建供应链对这种经理专用型投资的管理防御构建进行动态解析。第二,以个体因私利动机对社会资本的使用,拓展社会资本在微观企业层面的多样性后果。社会资本的正面作用一直被广泛讨论,但正如Graeff(2009)<sup>[12]</sup>指出的,对社会资本负面效应的分析,对于社会资本理论的深化与发展具有重要的意义。本文发现CEO通过在家乡构建供应链实现管理防御,对社会资本的综合效应提供了直接证据。第三,本文发现了经理人用供应链构建实现管理防御的新证据,拓展和丰富了供应链经济后果的相关研究。现有文献主要探讨了供应链在企业财务行为上的经济后果,如公司盈余管理、资本结构、研发创新、融资决策等。部分研究开始关注到供应链对管理防御的影响,但主要以“雷士照明”的案例研究解释(赵晶和王明,2016)<sup>[13]</sup>,本文则从CEO的家乡供应链视角对管理防御效应提供了大样本实证证据。

实践层面,本文的研究有助于拓宽对社会资本的认知,提醒公司管理层和董事会利用个体社会资本为企业带来资源和优势的同时,也要注意规避其可能带来的风险,同时,本文研究也为外部投资者和监管者认知企业行为与后果提供了新的视角,为企业治理与监管的强化提供经验证据。

## 二、理论分析与研究假设

### 1. CEO 家乡社会资本与供应链构建

早在 1980 年,法国社会学家就正式提出了“社会资本”概念,并将它界定为实际或潜在资源的集合,这些资源与由相互默认的关系所组成的持久网络有关(Bourdieu,1980)<sup>[14]</sup>。根据“嵌入性”理论,任何一个企业家或企业都在其所处的社会结构中开展各项活动,其经济行为必然会嵌入到社会网络关系中,并在这一网络中与其他组织或人员发生资源的交换,进而形成“社会资本”(张敏等,2015)<sup>[15]</sup>。这种由社会网络联接形成的社会资本虽然部分可能沉淀在企业或地区,但更为常见的社会资本往往依附于个体。

家乡无疑是个体社会网络天然连结的地方(Guo 等,2021)<sup>[16]</sup>,由此形成地区性的个体天然丰富的社会资本。CEO 在其家乡构建供应链,则能使其个体社会资本融入企业中,其个人能获得比在其他地区建立供应链更多的优势。其一,CEO 在其家乡拥有较多的社会资本,能够转化为信息优势以及契约执行保障等。地理邻近有助于识别信息(Coval 和 Moskowitz,2001)<sup>[17]</sup>,投资者家乡的社会网络能够帮助投资者获取信息(孙斌栋等,2022)<sup>[18]</sup>,比如其朋友和家人生活在家乡以及受雇于家乡的公司,以此能获得更多信息经营方面的信息,并形成信息获取的比较优势(Pool 等,2012)<sup>[19]</sup>。CEO 成长过程中,在家乡具备密集的社会网络,相较于其他地区,其在家乡的信息优势更明显,能更清楚地了解供给侧原材料供应商等的实际情况,获取更多数据,从而增加建立供应链的效率和准确度。这种基于 CEO 家乡网络而拥有的信息优势,能让 CEO 个体更好地与供应链联系以及合作。另外,这种网络也会让 CEO 与家乡供应链拥有交易契约之外的执行保障。在 CEO 家乡,CEO 天然更容易融入家乡供应链的社会网络中,这使得 CEO 在合作中,其交易合同的执行一定程度上还能得到当地社会网络的“连带担保”,其他社会网络成员也会更加维护该交易合同的执行,例如通过实施团体制裁降低违约(Gao,2003)<sup>[20]</sup>。即使毁约,社会网络也会通过声誉损失的惩罚机制(Ferris 等,2017)<sup>[21]</sup>使毁约方行为在当地的社会网络中深度传播,对毁约方的实质性损害更大。

其二,CEO 可能以管理防御为目标使用其家乡社会资本构建家乡供应链。这在现实中也可能是最重要的,CEO 在家乡建立供应链能更好地得到供应链的支持。大量研究表明,CEO 的社会网络能够让 CEO 获得更多支持。Butler 和 Gurun(2012)<sup>[22]</sup>从议案投票证据中发现,当共同基金经理与公司 CEO 存在校友关系时,其更可能在投票中反对股东发起的限制高管薪酬的议案,帮助 CEO 获得更高的薪酬。Zhu 等(2022)<sup>[23]</sup>发现,CEO 在董事中拥有社会联接时更能获得支持,CEO 薪酬更高,也更难以被更替。Fisman 等(2018)<sup>[24]</sup>发现,在中国科学院和中国工程院院士选拔过程中,如果候选人与选择委员有密切的同乡关系,其当选的可能性会增加 39%。与此类似,当 CEO 在家乡建立供应链,基于社会网络的互惠(Putnam,1993)<sup>[25]</sup>和社会交换理论(Granovetter,1985)<sup>[26]</sup>,则同样会从供应链角度对 CEO 提供支持,如家乡供应商会提供更多的商业信用(Kong 等,2020)<sup>[11]</sup>。供应链是企业生存的关键,供应链对公司越重要,越容易影响公司决策(Giannetti 等,2011)<sup>[27]</sup>。这在“雷士照明”2005 年和 2012 年两次控制权争夺中被较好地诠释了,“雷士照明”CEO 吴长江两次被董事会免职,但都在供应链的帮助下重新返回并控制公司,如供应商或客户威胁公司停止供货和进货等。这种经济后果也会在 CEO 选择供应链构建地时被重点考虑。因此,本文提出如下假设:

H<sub>1</sub>:其他条件不变时,相较于其他地区,CEO 更倾向于从家乡选择供应商。

### 2. CEO 家乡供应链与 CEO 管理防御

供应链关系不仅会影响企业的生产经营活动,也会影响企业财务活动、信息环境、商业战略等

行为,因此供应链关系的维护对企业而言至关重要。在供应链关系中,合作成员可能会为了强化双方的合作关系而进行投资,使得企业与其供应商或者客户之间通常会依靠关系专用型投资维系(Raman 和 Shahrur,2008)<sup>[28]</sup>,关系专用型投资一旦形成,就会锁定在某一特殊的交易关系中,不能被转移或中止,否则企业将面临一定风险。Berger(2023)<sup>[6]</sup>也指出,企业网络关系的中断是企业面临的重大风险之一。

关系专用型投资是维持供应链战略关系的重要机制,然而,交易成本的存在使得关系专用型投资可能会出现套牢问题(Williamson,1985)<sup>[29]</sup>,其中供应链双方的信息不对称会加剧交易成本对关系专用型投资的负面影响(Goltsman,2011)<sup>[30]</sup>。如果上文假设  $H_1$  的分析成立,则 CEO 会在其家乡构建公司的供应链。一方面,如果 CEO 在家乡构建公司供应链,其在家乡的社会资本能够转化为信息优势以及契约执行保障,有效缓解供应链双方的信息不对称,进而缓解关系专用型投资的套牢问题并增进双方福利(Lau,2008)<sup>[31]</sup>。这种情况下,CEO 与其家乡的供应商更容易达成一致,选择对双方都更优的关系专用型投资合同。另一方面,管理防御理论表明,企业经理存在追求职位稳固以实现自身效用最大化的动机(Morck 等,1988)<sup>[32]</sup>。Shleifer 和 Vishny(1989)<sup>[1]</sup>构建模型解释了经理人会以经理专用型投资来实现管理防御,以此可以降低被取代的概率。CEO 在其家乡构建的供应链基于 CEO 个体在家乡的社会资本,有一定的“排他性”,这种排他性供应链关系的锁定,能够增强 CEO 在公司中的话语权,进而影响 CEO 被更替的可能性。

很多文献都用 CEO 被解雇的频率来衡量 CEO 的管理防御(Shen,2003)<sup>[33]</sup>,本文也考虑使用 CEO 更替来衡量管理防御。根据上述分析,当 CEO 基于家乡社会资本构建公司供应链关系,公司对现任 CEO 的更换,将会破坏公司与现有 CEO 家乡供应链的合作,CEO 家乡供应链势力越强,公司相对承担的更换成本越高。如果公司中的供应链关系更多是由 CEO 基于其在家乡的个体社会资本构建,则对现任 CEO 的更换,会直接影响到公司与这些 CEO 家乡供应链的合作基础。公司与供应链的合作,尤其是存在 CEO 家乡联结的合作中往往伴随着大量的专用型投资,具有一定的锁定效应,合作关系的破坏意味着会对公司造成一定损失。而供应链对公司越重要,越容易影响公司决策(Giannetti 等,2011)<sup>[27]</sup>。因此,公司董事会在更换 CEO 决策中考虑这种锁定带来的潜在损失,降低更换 CEO 的概率。因此,本文提出如下假设:

$H_2$ :其他条件相同时,CEO 家乡供应商占比越高,CEO 更替的概率越低,更替业绩敏感性也更低。

### 三、数据与模型

#### 1. 样本与数据

本文旨在考察 CEO 进行供应商选择的家乡偏好,所用到的主要数据有上市公司地理及财务数据、上市公司披露的供应商数据、CEO 家乡数据以及供应商地理数据。上市公司财务数据、供应商名称及采购额数据来自 CNRDS 数据库,上市公司和供应商的地理数据以及 CEO 家乡数据以手工整理为主。

供应商地理数据方面,本文首先以 CSMAR 数据库披露的前 5 大供应商的名称为基础整理,主要路径有:(1)根据名称获取地区分布。供应商名称为“某某地区某某公司”,本文根据名称中的地区追溯到省份层面。(2)对于无法根据名称获取供应商地理数据的,本文通过天眼查以及百度、必应等网络搜索整理获得。

CEO 家乡数据方面,参考曹春方等(2018)<sup>[10]</sup>,本文首先以 CSMAR 数据库披露的 CEO 简历和籍贯信息为基础,缺失的数据结合新浪财经人物、百度、必应搜索,手工收集整理了 2001—2020 年

以来上市公司 CEO 的籍贯数据。

本文将供应商的地理信息汇总到省份层面,构建“公司 - 地区 - 年份”的 pair 样本来实现公司对供应商选择的观察,即上市公司与可供选择的 31 个省份分别匹配,如“上市公司  $i$  - 四川 - 2014 年”为一个观察值,而“上市公司  $i$  - 浙江 - 2014 年”则是另外一个观察值。本文构建的变量供应商采购额占比 ( $Supprat$ ) 衡量公司  $i$  在  $j$  地  $t$  年的前五大供应商采购额占比,对应到“公司 - 地区 - 年份”的 pair 样本后,如果“上市公司  $i$  - 四川 - 2014 年”存在前五大供应商,则对应  $Supprat$  变量为大于 0 的值,如果“上市公司  $i$  - 浙江 - 2014 年”不存在前五大供应商,则对应  $Supprat$  变量等于 0。同理,公司在某地的供应商数量 ( $Supprat\_n$ ) 也是如此。本文构建的 CEO 家乡地变量  $CEOhome$  标记 CEO 的家乡地,若公司  $i$  的 CEO 家乡为  $j$  地时取 1,否则取 0。对应到“公司 - 地区 - 年份”的 pair 样本后,如果上市公司  $i$  在 2014 年任职的 CEO 家乡地为四川,则“上市公司  $i$  - 四川 - 2014 年”对应的  $CEOhome$  标记为 1,而“上市公司  $i$  - 浙江 - 2014 年”对应的  $CEOhome$  标记为 0。由此得到的回归样本中,本文对比的是 CEO 在家乡构建供应链与 CEO 在非家乡构建供应链的情况。供应链的防御效应考察上,本文将地区供应商数据按照 CEO 家乡和非家乡在公司年度层面上加总,形成“公司 - 年度”数据进行回归。具体而言,“上市公司  $i$  - 2014 年”对应的变量  $Supprat\_home$  表示公司  $i$  在 2014 年从 CEO 家乡地四川省的供应商处采购比例合计。

本文选择 2001—2020 年 A 股上市公司中披露前五大供应商名称的公司为初选样本,依次剔除了金融行业、财务数据缺失、CEO 家乡数据缺失以及供应商无法查找到地理信息的样本,最终获得可用的供应商数据样本为 428 家,匹配到“公司 - 地区 - 年份”配对后获得 36425 个观察值。本文对连续变量进行了上下 1% 的 Winsorize 处理。

## 2. 模型与变量

本文构建模型(1)检验本文假设,以验证 CEO 是否会更多在家乡构建供应链,即 CEO 在构建供应链时是否具有家乡偏好:

$$Supprat_{i,j,t} = a_0 + a_1 CEOhome_{i,j,t} + a_2 Controls_{i,j,t} + \varepsilon \tag{1}$$

其中,下标  $i$  为上市公司, $j$  为供应商所在地, $t$  为年份。参考 Pool 等(2012)<sup>[19]</sup> 等文献的做法,本文以增加多种固定效应的 OLS 回归进行模型估计,具体本文控制了公司、年度、目标地省份的固定效应。

被解释变量以供应商业务额占比度量,供应商占比 ( $Supprat$ ) 为公司  $i$  在  $j$  地  $t$  年的前五大供应商采购额比上总采购额。本文还用供应商数量做稳健性检验,供应商数量 ( $Supprat\_n$ ) 为公司  $i$  在  $j$  地  $t$  年的前五大供应商数量。CEO 家乡 ( $CEOhome$ ) 是最重要的解释变量,本文选取 CEO 的籍贯地省份来测量,当  $i$  公司 CEO 的家乡为  $j$  地时取 1,否则取 0。

控制变量 ( $Controls$ ) 包括公司特征、公司治理、CEO 特征以及宏观环境变量等。公司特征控制公司规模 ( $Size$ )、负债率 ( $Lev$ )、资产收益率 ( $Roa$ ),公司治理方面控制第一大股东持股 ( $Top1$ ) 和股权结构 ( $Stru$ ),CEO 特征控制 CEO 是否持股 ( $CEOhold$ )。宏观环境方面控制市场化程度 ( $Market$ )、公司所在地 GDP 增长率 ( $GDPgrowth$ ) 变量。除此之外,本文还控制了供应商是否在本地的虚拟变量 ( $Local$ )。具体的变量定义如表 1 的 Panel A 所示。

表 1 变量及定义

变量名称	变量符号	定义
Panel A: “公司 - 地区 - 年份”数据结构		
供应商占比	$Supprat$	公司 $i$ 在 $j$ 地 $t$ 年的前五大供应商采购额比上总采购额

续表 1

变量名称	变量符号	定义
Panel A:“公司-地区-年份”数据结构		
供应商数量	<i>Supprat_n</i>	公司 <i>i</i> 在 <i>j</i> 地 <i>t</i> 年的前五大供应商数量
CEO 家乡	<i>CEOhome</i>	公司 <i>i</i> 的 CEO 家乡为 <i>j</i> 地时取 1, 否则取 0
公司规模	<i>Size</i>	为上市公司总资产取对数
公司负债率	<i>Lev</i>	为负债除以总资产
公司资产收益率	<i>Roa</i>	为净利润除以总资产
CEO 是否持股	<i>CEOhold</i>	虚拟变量, CEO 当年持有公司股份则取 1, 否则为 0
第一大股东持股	<i>Top1</i>	公司第一大股东持股比例
股权结构	<i>Stru</i>	前五大股东持股集中度, 为前五大股东持股比例之和
市场化程度	<i>Market</i>	公司所在地的市场化程度
GDP 增长率	<i>GDPgrowth</i>	公司所在地的 GDP 增长率
是否本地供应商	<i>Local</i>	虚拟变量, 即供应商所在地与公司注册地相同则取值为 1, 否则为 0
Panel B:“公司-年份”数据结构		
CEO 更替	<i>gt</i>	CEO 更替, CEO 发生变更为 1, 否则为 0
家乡地采购比例	<i>Supprat_home</i>	公司从 CEO 家乡地区的供应商处采购比例合计
前五大供应商占比	<i>SSSuprat</i>	公司前五大供应商总占比
净资产收益率	<i>ROE</i>	净利润除以净资产
帐面市值比	<i>BM</i>	帐面市值比取对数
管理费用率	<i>MFEE</i>	为公司管理费用与主营业务收入之比
CEO 是否兼任董事长	<i>CEOjr</i>	虚拟变量, 兼任则取 1, 否则为 0
CEO 持股比例	<i>CEOholdrat</i>	CEO 持股占公司总股份的百分比

为验证假设  $H_2$ , 即 CEO 在家乡构建供应链是否会实现 CEO 管理防御效应, 本文构建模型 (2) 和模型 (3) 如下:

$$gt_{i,t} = a_0 + a_1 ROE_{i,t} + a_2 Supprat\_home_{i,t} + a_3 Controls_{i,t} + \varepsilon \quad (2)$$

$$gt_{i,t} = a_0 + a_1 ROE_{i,t} + a_2 ROE \times Supprat\_home_{i,t} + a_3 Supprat\_home_{i,t} + a_4 Controls_{i,t} + \varepsilon \quad (3)$$

为考察 CEO 防御效应, 本文将公司前五大供应商按照其是否属于家乡所在地省份加总为 CEO 家乡供应商占比和非家乡供应商占比两个变量, 使数据结构简化为“公司-年份”的数据结构。被解释变量 CEO 更替 (*gt*) 的测量参考饶品贵和徐子慧 (2017)<sup>[34]</sup> 为公司在某年是否发生 CEO 变量的哑变量, 若公司当年发生 CEO 变更则取值为 1, 否则为 0。解释变量中主要关注公司从 CEO 家乡地的供应商处采购比例合计 (*Supprat\_home*) 这一变量前的系数, 观察加总后的家乡供应商占比是否显著降低了 CEO 更替的概率。同时, 本文控制 *ROE* 和家乡供应链占比 (*Supprat\_home*) 的交乘项, 考察业绩更替敏感性, 并控制公司业绩 (*ROE*)。控制变量参考现有文献, 控制了对 CEO 更替产生影响的相关变量。具体变量定义如表 1 的 Panel B 所示。

### 3. 描述性统计与分组统计结果

样本所用变量的描述性统计结果如表 2 所示, 其中 Panel A 为“公司-年份-地区”结构的观

察值统计, Panel B 为“公司 - 年份”数据结构。Panel A 显示, 在“公司 - 年份 - 地区”数据结构的配对样本中, 供应商采购比例均值为 0. 011, 供应商数量的均值为 0. 147, 说明数据可得样本内每个“公司 - 年份 - 地区”的观测值供应商占比平均达到 1. 1%, 且该公司某年在某地区的供应商数量平均为 0. 147。此外, 公司所在地省份与 31 个省份的配对样本中, CEO 家乡的均值为 0. 031; 方差上, 除第一大股东持股比例 (*Top1*) 和股权结构 (*Stru*) 外, 其余变量的方差都较小, 表明数据整体波动不大。

表 2 描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	中位数
<i>Panel A: 公司 - 年份 - 地区</i>				
<i>Supprat</i>	36425	0. 011	0. 057	0
<i>Supprat_n</i>	36425	0. 147	0. 560	0
<i>CEOhome</i>	36425	0. 031	0. 174	0
<i>Size</i>	36425	22. 02	1. 341	21. 82
<i>Lev</i>	36425	0. 442	0. 230	0. 430
<i>Roa</i>	36425	0. 0290	0. 0780	0. 0340
<i>CEOhold</i>	36425	0. 516	0. 500	1
<i>Top1</i>	36425	35. 36	15. 25	32. 55
<i>Stru</i>	36425	54. 44	15. 67	55. 76
<i>Market</i>	36425	8. 775	1. 733	9. 191
<i>GDPgrowth</i>	36425	0. 104	0. 0500	0. 100
<i>Local</i>	36425	0. 0320	0. 177	0
<i>Panel B: 公司 - 年份</i>				
<i>gt</i>	1041	0. 238	0. 426	0
<i>Growth</i>	1041	0. 198	0. 555	0. 103
<i>Supprat_home</i>	1041	0. 0250	0. 0230	0. 0280
<i>Size</i>	1041	22. 05	1. 320	21. 85
<i>Lev</i>	1041	0. 442	0. 231	0. 430
<i>ROA</i>	1041	0. 0340	0. 0670	0. 0350
<i>Top1</i>	1041	35. 65	15. 17	33. 03
<i>Stru</i>	1041	54. 85	15. 46	56. 14
<i>FCF</i>	1041	0. 0430	0. 0750	0. 0430
<i>BM</i>	1041	- 0. 467	0. 803	- 0. 482
<i>MFEE</i>	1041	0. 0470	0. 0310	0. 0390
<i>CEOholdrat</i>	1041	1. 013	2. 220	0
<i>GDPgrowth</i>	1041	0. 110	0. 0490	0. 104
<i>market</i>	1041	8. 692	1. 714	9. 171

表 3 均值分组统计

	CEOhome = 0	CEOhome = 1	差值	T 值
观测值	35292	1133		
<i>Supprat</i>	0.008	0.108	-0.100 ***	-60.72
<i>Supprat_n</i>	0.104	1.485	-1.381 ***	-90.35

注: \*  $p < 0.1$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$

在将供应链占比及数量按家乡与非家乡加总后,数据结构调整为“公司-年份”结构,即每个“公司-年份”都会对应一个家乡供应商占比(*Supprat\_home*)的变量,主要用于模型(2)和模型(3)的回归,Panel B 即为“公司-年份”数据结构中主要变量的描述性统计,样本 CEO 更替(*gt*)的方差小于 1,说明 CEO 更替数据结构分散度较低,CEO 更替均值为 0.238,表明样本中有 23.8% 的公司在某年发生了 CEO 更替。加总后的家乡供应商占比均值为 0.032,表明样本内公司向家乡地的供应商采购额占比平均达到 3.2%。公司成长性(*Growth*)的均值为 0.198,表明样本中公司平均的主营业务收入增长率为 19.8%。

除主要变量的描述性统计外,本文还对比了家乡地供应商和非家乡地供应商的供应链构建情况,结果如表 3 所示,CEO 家乡供应商采购比例均值为 0.108,明显高于非 CEO 家乡的供应商采购比例的平均水平 0.008,且都在 1% 的水平上存在显著差异。在对比家乡地与非家乡地构建的供应链数量绝对值的时候也发现该现象,初步验证了本文假设  $H_1$ 。

## 四、实证结果与分析

### 1. CEO 家乡与供应链构建

(1) 主要回归结果。本文将样本数据用模型(1)进行回归,由于本文实证需要识别公司构建供应链的方向,即在何地选择供应商,因此在回归中除了进行公司和年度的固定效应外,本文还加入了地区控制效应,以剔除系统性偏差的影响,回归结果如表 4 所示。

表 4 CEO 家乡与供应链构建回归结果

变量	<i>Supprat</i>		
	<i>OLS</i>	<i>OLS</i>	<i>Possion</i>
	(1)	(2)	(3)
<i>CEOhome</i>	0.093 *** (19.26)	0.024 *** (4.82)	0.434 *** (2.81)
<i>Size</i>		-0.003 ** (-2.05)	-0.139 *** (-3.14)
<i>Lev</i>		0.005 (1.03)	-0.141 (-0.63)
<i>Roa</i>		0.003 (0.42)	-0.288 (-0.74)
<i>CEOhold</i>		0.001 (0.42)	-0.182 * (-1.95)
<i>Top1</i>		-0.000 ** (-2.07)	-0.004 (-0.81)

续表 4

变量	Supprat		
	OLS	OLS	Possion
	(1)	(2)	(3)
<i>Stru</i>		0.000* (1.95)	0.008* (1.78)
<i>Market</i>		-0.000 (-0.28)	-0.137*** (-4.76)
<i>GDPgrowth</i>		0.001 (0.09)	0.988 (0.97)
<i>Local</i>		0.111*** (19.70)	2.347*** (15.62)
常数项	0.031*** (9.19)	0.090*** (2.85)	0.784 (0.79)
观测值	36425	36425	36425
R <sup>2</sup>	0.126	0.196	2724.47 (Wald chi2)
企业固定效应	是	是	是
年度固定效应	是	是	是
省份固定效应	是	是	是

注:括号内为 t 值 (Possion 回归为 z 值) 并经过异方差调整; \*  $p < 0.1$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$ , 下同

表 4 第(1)列中,在不对控制变量加以控制的前提下,结果显示,相比非家乡所在地,公司在家乡所在地选择供应商的占比更高,系数显示为 0.093,且在 1% 的显著性水平上为正;该结果在加入控制变量后依然显著存在。如表 4 第(2)列所示,CEO 更多在家乡构建供应商,系数为 0.024,即相对非家乡所在地,公司在 CEO 家乡所在地选择的供应商比例增加了 2.4%,且系数也在 1% 的水平上显著为正。表 4 的结果显著支持了假设 H<sub>1</sub>。为增加结果可靠性,表 4 第(3)列使用泊松回归的方法对模型(1)进行回归,CEOhome 前系数为 0.434,在 1% 的显著性水平上为正,与(1)、(2)列保持一致。控制变量方面,公司规模越小,股权集中度越高,CEO 在家乡地选择供应商的占比也越高。

(2)稳健性检验。本文以变量替代测量、异地样本检验和内生性讨论进行稳健性检验。首先,本文用 CEO 家乡前五大供应商数量作为家乡供应链构建的替代度量,结果如表 5 中的第(1)列所示,相比非 CEO 家乡所在地,公司在 CEO 家乡有更多数量的大供应商,本文在表 4 中得到的结论依然稳健。

表 5 稳健性检验

变量	Supprat_n	Supprat		
	替代测量	异地样本	未与董事长家乡重合的 CEO 样本	控制地区间关系
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>CEOhome</i>	0.324*** (6.85)	0.018*** (3.96)	0.023*** (4.51)	0.024*** (4.72)
<i>HaveCEOhome</i>				0.030*** (3.58)

续表 5

变量	Supprat_n		Supprat	
	替代测量	异地样本	未与董事长家乡重合的 CEO 样本	控制地区间关系
	(1)	(2)	(3)	(4)
控制变量	控制	控制	控制	控制
常数项	0.652 *** (2.61)	0.077 *** (2.75)	0.086 ** (2.44)	0.079 ** (2.23)
观测值	36425	35250	29543	30907
R <sup>2</sup>	0.364	0.060	0.199	0.197
企业/年份/省份固定效应	是	是	是	是

其次,在观察上市公司是否在 CEO 家乡地构建更多供应商的时候,由于地理距离、政府政策、市场分割等外部因素的干扰,很难在公司本地供应商中观察到较为干净的 CEO 家乡偏好。因此参考曹春方等(2018)<sup>[10]</sup>对公司异地投资的处理方法,本文也剔除上市公司本地供应商的样本,只观察异地供应商选择过程中公司的目的地偏好情况,以净化本文的研究结果。异地供应商回归结果如表 5 的第(2)列所示,在公司异地构建的供应链中,在家乡地选择的供应商占比依然显著为正,且在 1% 的显著性水平上为正。

内生性部分,本文的回归结果一定程度上会受到遗漏变量、反向因果及样本自选择的影响:第一,中国一般控制人或大股东担任董事长,虽然董事长并不是公司经营活动的主要决策者,但其家乡偏好可能也会对公司供应商选择产生影响,从而影响本文的结论,因此本文删除与董事长家乡相同的 CEO 家乡的样本,只保留未与董事长家乡重合的 CEO 样本,回归结果如表 5 的第(3)列所示,结果同表 4 保持一致,除了系数略微降低之外,依然保持着正向的显著性,CEO 家乡偏好的现象依然存在。第二,在家乡选择供应商可能是因为公司与该地的一贯经济往来,因此增加了在该地建立供应商的可能性,也增加了聘用该地 CEO 的可能性。为鉴别这种情况,本文控制了公司与该地存在过 CEO 家乡的配对,如公司曾经的 CEO 与该地存在家乡联系,即公司曾与该地存在家乡联接,则将变量 *HaveCEOhome* 取值为 1,否则为 0。将 *HaveCEOhome* 纳入回归模型进行回归后,此时的 *CEOhome* 可以理解为 *HaveCEOhome* × *CEOhome*,即 CEO 进入之后的向家乡投资的净效应。结果如表 5 的第(4)列所示,*CEOhome* 仍然显著为正,说明在家乡构建供应链现象主要是由于 CEO 任职引起。

## 2. CEO 家乡供应链与管理防御效应

上文验证了 CEO 更倾向在家乡地选择供应商,表现为公司在 CEO 家乡地比在其他地区有更高的采购比例和更多的供应商数量,初步验证了 CEO 在供应链上的家乡偏好。接下来本文进一步检验 CEO 是否利用家乡供应商实现了管理防御,即对假设 H<sub>2</sub> 进行验证。表 6 为供应商构建的 CEO 防御效应检验结果。表 6 第(1)列和第(2)列检验公司在家乡选择供应商是否影响 CEO 更替情况,首先,ROE 前系数在 10% 或 5% 的水平上显著为负,分别为 -0.439、-0.957,即公司业绩越好,CEO 更替的概率越低,与已有文献一致。其次,从表 6 第(1)列可知,*Supprat\_home* 系数在 1% 的水平上显著为负,表明公司从 CEO 家乡地区的供应商处采购比例(*Supprat\_home*)越高,CEO 更替概率越低。表 6 第(2)列显示,模型(3)重点关注的交乘项(*ROE* × *Supprat\_home*)显著为正,表明 CEO 在家乡构建的供应链对业绩更替敏感性起反向调节作用,家乡供应商占比削弱了更替对业绩的敏感性,进一步体现了 CEO 操纵家乡供应商实现了管理防御效应。

综合表 6 的结果可得,公司在家乡构建的供应链确实对 CEO 起到了防御效果,降低了 CEO 被更替的概率,并且削弱了更替对业绩的敏感性。研究结果支持了假设 H<sub>2</sub>。

表 6 在家乡构建的供应链与 CEO 防御效应的回归结果

变量	<i>gt</i>	
	(1)	(2)
<i>ROE</i>	-0.439* (-1.70)	-0.957** (-2.49)
<i>ROE × Supprat_home</i>		3.473* (1.70)
<i>Supprat_home</i>	-5.446*** (-2.89)	-7.318*** (-3.39)
控制变量	未控制	控制
常数项	-0.838* (-1.81)	0.112 (0.08)
观测值	1112	1112
伪 R <sup>2</sup>	0.079	0.124
企业/年份固定效应	是	是

### 五、CEO 特征异质性、产权性质与管理防御

通过上文讨论,本文验证了 CEO 构建供应链的家乡偏好,并通过家乡供应链对 CEO 更替的影响,证明了基于家乡偏好构建的供应链具有 CEO 防御效应。高层梯队理论认为,高管的背景特征是形成其认知基础、价值观和洞察力的重要因素,它们决定了高管在管理工作中的偏好(Hambrick 和 Mason,1984)<sup>[35]</sup>。因此本文继续探讨什么样的 CEO 会使用这种家乡供应链构建管理防御,并讨论产权性质对 CEO 防御动机的影响。

#### 1. CEO 自身防御动机

CEO 防御来自于其对更替风险的防范,感知更替风险越强的 CEO 逻辑上会更多采用管理防御,站稳脚跟。本文基于高阶梯队理论和管理防御理论,对 CEO 背景特征及家乡供应链构建之间的关系进行系统分析,分别考察了 CEO 年龄、CEO 学历及 CEO 任期,以此来测量 CEO 的自身防御动机,同时考虑了公司产权性质差异的影响。

表 7 CEO 在家乡构建供应链的异质性检验

变量	<i>Supprat</i>	<i>Supprat</i>	<i>Supprat</i>	<i>Supprat</i>	<i>Supprat</i>	<i>Supprat</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>CEOhome</i>	0.023*** (9.65)	0.058*** (10.99)	0.019*** (8.31)	0.012** (1.99)	0.044*** (4.13)	0.041*** (5.24)
<i>CEOhome × SeniorCEO</i>	0.009* (1.76)					
<i>CEOhome × Degree</i>		-0.009*** (-7.42)				
<i>CEOhome × Tenure</i>			0.011*** (2.78)			

续表 7

变量	Supprat	Supprat	Supprat	Supprat	Supprat	Supprat
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>CEOhome</i> × <i>Soe</i>				0.030*** (3.08)		
<i>CEOhome</i> × <i>Power</i>					-0.019** (-2.37)	
<i>CEOhome</i> × <i>CEOhold</i>						-0.034*** (-3.62)
<i>Senior</i>	0.001 (0.38)					
<i>Degree</i>		-0.000 (-0.29)				
<i>Tenure</i>			-0.000 (-0.02)			
<i>Soe</i>				0.003 (0.88)		
<i>Power</i>					0.002 (0.99)	
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	0.084** (2.43)	0.086** (2.42)	0.082** (2.40)	0.079** (2.20)	0.079** (2.17)	0.080** (2.20)
观测值	29047	29419	32054	33511	33511	33511
R <sup>2</sup>	0.193	0.195	0.188	0.195	0.194	0.196
企业/年份/省份固定效应	是	是	是	是	是	是

(1) 年长 CEO。随着 CEO 年龄不断增长,其自身的预期转换工作成本会不断上升(Eaton 和 Rosen, 1980)<sup>[36]</sup>,离开公司寻找其他工作的意愿也将显著下降。相反,年轻 CEO 会通过不断转换工作寻找满意的职位,其预期转换成本也较低。且年长 CEO 的社会资本更加丰富,更有能力利用社会资本进行管理防御,而年轻 CEO 的公司阅历、个人声誉以及人脉关系等社会资源相对缺乏,他们更倾向于积累声誉,通过公司利益和公司发展来保障职业地位。因此,相较于年轻 CEO,年长 CEO 有更强的动机构建管理防御。

为验证这一猜想,本文将 CEO 按年龄进行划分,以样本中 CEO 年龄的中值为界,大于中值取 1,否则为 0,形成虚拟变量年长 CEO (*SeniorCEO*),以测量其供应链构建的防御动机。本文将年长 CEO (*SeniorCEO*) 与是否为 CEO 家乡 (*CEOhome*) 的交乘项 (*CEOhome* × *SeniorCEO*) 加入模型 (1) 进行回归,回归结果如表 7 第 (1) 列所示,交乘项在 10% 的水平上显著为正,说明年长 CEO 会增加家乡的供应商的构建,从而验证了 CEO 防御动机在年长 CEO 中更为强烈的推理。此外,*CEOhome* 前系数依然显著为正,与假设 H<sub>1</sub> 一致。

(2) CEO 学历。对于公司招聘而言,在进行 CEO 选聘时,由于信息不对称的存在,只能依据候选人所传递的信息来确定其能力。高学历虽然不代表高能力,但学历高低是个人知识丰富程度、技能掌握程度、影响力大小及分析、处理问题能力的重要指示信号,个人学历的高低与其吸收新知识、分析解决问题的能力正相关(刘杏等,2014)<sup>[37]</sup>。因此,相较于低学历经理人,高学历经理人更易获

得新职位、预期转换成本更低,人力资本流通能力也更强,相应地,其管理防御动机就越弱。而低学历 CEO 相较于高学历 CEO 面临着更高的职位安全威胁,有更强的动机构建防御体系。

基于此,本文将 CEO 学历信息按照从小到大的数值排列,构建 *Degree* 变量,若 *Degree* = 1,表示 CEO 为中专及中专以下学历,*Degree* = 2 表示大专学历,*Degree* = 3 表示本科学历,*Degree* = 4 表示硕士学历,若 *Degree* = 5,表示 CEO 为博士研究生学历,即 *Degree* 越大,CEO 学历越高。本文将 CEO 学历 (*Degree*) 与是否为 CEO 家乡 (*CEOhome*) 的交乘项 (*CEOhome* × *Degree*) 加入模型 (1) 进行回归,回归结果如表 7 第 (2) 列所示,交乘项显著为负,说明 CEO 学历越高,在家乡构建供应商的意愿越低,与本文分析一致。

(3) CEO 任期。一方面,随着 CEO 任期延长,他们更有能力与公司利益相关者制定隐性契约,有更多的自主权;另一方面,随着任期延长,CEO 对组织的心理依赖程度会不断增加,预期工作转换成本也不断增大。因此 CEO 任期越长,固守职位的能力及动机都更强,管理防御动机也越强。为验证该推测,本文将样本内 CEO 任期以中值为界取虚拟变量 *Tenure*,若任期大于中值则 *Tenure* 取 1,否则为 0。本文将 CEO 任期 (*Tenure*) 与是否为 CEO 家乡 (*CEOhome*) 的交乘项 (*CEOhome* × *Tenure*) 加入模型 (1) 进行回归,回归结果如表 7 第 (3) 列所示,交乘项显著为正,说明 CEO 任期越长,在家乡构建供应商进行管理防御的动机也越强,与本文推测一致。

(4) 国有企业 CEO。本文认为,在国有企业所有者缺位的现象下,CEO 受到的监督弱于民营企业,也更易构建防御体系。为验证该推测,本文将产权性质变量 (*Soe*) 与是否为 CEO 家乡 (*CEOhome*) 的虚拟变量进行交乘,把交乘项 (*CEOhome* × *Soe*) 加入模型 (1) 回归后的结果如表 7 第 (4) 列所示,交乘项显著为正,CEO 在家乡构建供应链防御体系的现象在国有企业中更为显著,与本文推测一致。

## 2. CEO 防御的替代性以及成本

CEO 的家乡供应链是管理层防御的重要形式,但并不是唯一的。如果 CEO 有其他方式来构建防御,则使用家乡供应链的动机较弱。本文用 CEO 权力来测量这种潜在的其他方面的防御。

(1) CEO 防御的替代性。权力越大的 CEO 更有能力影响董事会决策 (Haynes 和 Hillman, 2010)<sup>[38]</sup>,因此权力越大的 CEO 通过供应链构建防御体系的动机也越弱,因为其个人对于企业经营或战略决策结果的影响程度已经在一个较高水平,其面临解雇或撤换的风险也较小,而权力较小的 CEO 则相反,其可能有较高的动机构建家乡供应链防御。

本文参考 Finkelstein (1992)<sup>[39]</sup> 的权力模型,从四个维度选取六个虚拟变量来进行度量,其中组织权力强度选取 CEO 是否兼任董事长 (*CEOjr*) 以及是否是公司的内部董事 (*InsiderDirector*); 专家权力选取一个虚拟变量来度量——CEO 任职年限是否够长 (*Tenure*),具体看 CEO 任职时间是否超过行业中位数,是则取 1,否则取 0; 所有制权力选取两个变量:参考已有文献选取 CEO 是否具有股权的虚拟变量来衡量 CEO 的所有制权力 (*CEOhold*),又由于机构投资者对制约企业管理层权力有重大作用,本文还选取机构投资者的持股水平 (*Inshold*) 来衡量 CEO 的所有制权力强度,当 CEO 所在企业的机构投资者持股水平低于行业中位数则取 1,意味着 CEO 受到外部监督的力量就越弱,CEO 在经营决策中的自由度就较高,决策权力就比较大,否则取 0; 而声誉权力选取 CEO 是否具有高学历的教育背景 (*Education*),学历越高表明 CEO 越会重视自身声誉,因此若 CEO 具有硕士及以上学历则取 1,其他取 0。在将以上六个变量整合之后,参考权小锋和吴世农 (2010)<sup>[40]</sup>,将六个虚拟变量直接相加取平均值衡量 CEO 权力 (*Power*)。取 CEO 家乡 (*CEOhome*) 和 CEO 权力 (*Power*) 的交乘项 (*CEOhome* × *Power*) 加入模型 (1) 进行回归,结果如表 7 第 (5) 列所示,CEO 家乡仍保持显著为正,而 CEO 家乡与 CEO 权力的交乘项则显著为负,表明 CEO 权力越大,会在一定程度上削弱 CEO 在家乡构建供应链的动机,与本文的设想一致。

(2)CEO 持股测量防御成本。经理人持股是降低代理成本,促使经理人利益与公司价值最大化利益趋同的方法之一。这使得 CEO 防御过程中,如果损坏公司利益,自身利益也会损失,增加管理层防御的成本。

本文以 CEO 持股虚拟变量( $CEOhold$ )进行检验。将 CEO 持股虚拟变量( $CEOhold$ )与是否为 CEO 家乡( $CEOhome$ )的交乘项( $CEOhome \times CEOhold$ )加入模型(1)进行回归,回归结果如表 7 第(6)列所示,交乘项在 1%的水平上显著为负,说明 CEO 持股显著降低了 CEO 在家乡的供应链构建,一定程度上说明 CEO 持股的激励有效性和其缓解代理问题的有效性。

## 六、进一步分析

上述异质性分析从 CEO 背景特征和公司产权性质的角度讨论了不同管理防御动机对 CEO 家乡供应链构建的差异,然而 CEO 通过构建家乡供应链进行管理防御对公司会产生怎样的影响尚有待讨论。一方面,CEO 家乡供应链拥有更多的信息优势及更好的执行保障,在供应链稳定度及供应商可提供的商业信用方面具有显著优势;另一方面,管理防御理论认为,管理防御过程中,公司经理人往往选择有利于维护自身职位并追求自身利益效应最大化的行为(Weisbach,1988)<sup>[41]</sup>,因此管理防御动机下,CEO 选择家乡地供应商更多基于自身利益而非公司利益,从而对公司产生不利影响。因此本文分别从 CEO 家乡供应链为公司带来的正面及负面影响两个方面探讨 CEO 构建家乡供应链进行管理防御的经济后果。

### 1. CEO 家乡供应链对公司经营的积极影响

CEO 在家乡构建供应链进行管理防御,这种家乡供应链的构建是基于 CEO 个体在家乡的社会资本,有一定的“排他性”,且具有较高的稳定性。首先,公司与供应商之间关系的持久性往往以隐形契约为基础,而这种隐形契约更多是依靠双方企业间的信任与承诺(王勇和刘志远,2016)<sup>[42]</sup>。CEO 在家乡地建立的供应商依托于个体与家乡地之间的社会网络,其合作行为建立在一定的相互信任的基础上,这种信任关系的稳定性和持久性会使 CEO 家乡供应链占比高的公司拥有较高的供应商稳定度。其次,本文在上文提到社会网络具有“连带担保”功能,CEO 和家乡地供应链合作的交易合约会通过社会网络的声誉惩罚机制对毁约方的声誉造成影响(Yang,1994)<sup>[43]</sup>,因此家乡地供应商也更有动机维护与 CEO 的契约关系。

因此,本文预期:在其他条件不变时,CEO 家乡供应商占比越高,公司的供应商稳定度也越高。

除供应商稳定度之外,CEO 与家乡间的社会联结可能会为企业带来更多的商业信用。如 Kong 等(2020)<sup>[11]</sup>所言,信息不对称和道德风险是金融市场提供信贷配给时成本较高的主要原因,供应商向客户提供商业信用的过程中面临较高的信用风险,因为供应商既不收取利息,也不要求客户提供抵押品,一旦客户违约,供应商将面临巨大损失(Wu 等,2014)<sup>[44]</sup>。而 CEO 与家乡的社会联结有助于解决信息不对称的问题,快速建立信任关系。一方面,家乡网络帮助供应商降低信息获取和信息核实成本,使供应商能够监测客户,从而减少供应商在提供商业信用时面临的不确定性(Uzzi 和 Lancaster,2003)<sup>[45]</sup>;另一方面,CEO 与供应商之间的家乡联结可以提高企业的声誉和人际信任,家乡声誉惩罚机制使供应商更信赖企业的承诺,减轻供应商对机会主义的担忧。综上所述,CEO 的家乡关系作为一种重要的社会网络联结,将有效降低供应商面临的信用风险,帮助企业获得更多的商业信用。

因此,本文预期:其他条件不变时,CEO 家乡供应商占比越高,公司获得的商业信用也越高。

本文构建模型(4)验证上述推论:

$$stable_{i,t}/crediti_{i,t} = a_0 + a_1 Supprat\_home_{i,t} + a_3 Controls_{i,t} + \varepsilon \quad (4)$$

其中,供应商稳定度( $stable$ )参考现有文献(王雄元和彭旋,2016)<sup>[46]</sup>进行衡量,等于前五大供

应商在上年出现的个数/5,数值越大,供应商越稳定。企业获取的商业信用参考 Kong 等 (2020)<sup>[11]</sup>,以应付账款减去应收账款后的净额,比上总资产。控制变量中,本文分别控制财务特征、治理结构特征及宏观环境层面等对供应商稳定度产生影响的相关变量。财务特征包括公司规模 (*Size*)、负债率 (*Lev*)、资产收益率 (*Roa*)、账面市值比 (*BM*) 和管理费用率 (*MFEE*),治理特征包括第一大股东持股比例 (*Top1*)、股权结构 (*Stru*),CEO 特征控制两职合一 (*CEOjr*)、CEO 持股比例 (*CEOholdrat*),宏观环境层面控制了 GDP 增长率 (*GDPgrowth*) 和市场化程度 (*Market*)。控制变量定义如表 1 的 Panel B 所示。

模型 (4) 的回归结果如表 8 所示,表 8 第 (1) 列结果显示,以公司供应商稳定度为被解释变量,以 CEO 家乡供应商占比为解释变量,模型系数在 1% 的水平上显著为正,表明 CEO 家乡的供应商占比越高,则企业的供应商越稳定,说明 CEO 利用其在家乡地社会资本构建的供应商网络更持久。其次验证 CEO 家乡地供应链是否会帮助公司获得更多的商业信用,回归结果如表 8 第 (2) 列所示,结果显示,以公司获取的商业信用为被解释变量,以 CEO 家乡供应商占比为解释变量,模型系数在 1% 的水平上显著为正,表明 CEO 家乡的供应商占比越高,则企业获得的商业信用越多,同 Kong 等 (2020)<sup>[11]</sup> 的结果一致。

表 8 CEO 家乡地供应商与公司供应商稳定度、商业信用回归结果

变量	<i>stable</i>	<i>credit</i>
	(1)	(2)
<i>Supprat_home</i>	0.987 *** (2.94)	0.031 *** (2.60)
控制变量	控制	控制
常数项	0.564 ** (2.15)	-0.141 (-1.36)
观测值	1117	1061
R <sup>2</sup>	0.255	0.281
行业/年份固定效应	是	是

上述推论的验证体现了 CEO 在家乡地构建供应链时,公司在供应商稳定度和商业信用方面是受益者,稳定的供应商关系会对双方的效率、生产力和关系效果产生积极影响 (Morgan 和 Shelby, 1994)<sup>[47]</sup>,帮助企业获得更多的供应商融资,减轻企业融资压力。控制变量方面,企业绩效 (*Roa*)、账面市值比 (*BM*) 都与公司供应商稳定度呈正向关系,而企业资产负债率 (*Lev*) 则与公司供应商稳定度呈负向关系;第一大股东持股比例 (*Top1*) 和管理费用率 (*MFEE*) 与公司获得的商业信用呈正向关系,CEO 持股比例和市场化程度与公司获得的商业信用呈负向关系,与已有研究一致。

## 2. CEO 家乡供应链对公司经营的消极影响

供应商和客户间的稳定关系可以获得良好的经营绩效,减少交易成本,好的供应链可以为企业实现价值最大化 (王卓等, 2005)<sup>[48]</sup>。虽然 CEO 在家乡地构建供应商看起来更稳定,但这种供应链关系本质上是基于 CEO 个体在家乡的社会资本,因此这种供应链构建可能是以公司利益最大化为目标的构建,可能是好的;也可能是以 CEO 私利动机的构建,可能并不会有利于公司发展。

CEO 私利动机下,CEO 可能因为供应商对自己的支持而选择家乡地供应商,而非合适的供应商。大量文献发现,公司的供应链选择要依据公司自身情况,对供应商的交货稳定度、地理位置、历史业绩等系列因素进行评估 (Weber 和 Current, 1993)<sup>[49]</sup>,而忽略这些因素,可能会导致供应商

成本过高、供货质量等问题。除此之外,CEO 基于私利动机建立的社会网络可能缺失社会网络的优点,由此显现出社会网络嵌入存在的弊端,如同质化信息、认知锁定等,降低了企业获取信息的敏锐度(石军伟和付海艳,2010)<sup>[50]</sup>,从而会制约企业成长。供应链整合在帮助企业获取竞争优势、促进企业成长方面具有重要作用(黄福广等,2015)<sup>[51]</sup>,基于私利动机而非公司利益最大化动机构建的供应商可能使供应链缺乏协调和平衡,成为制约公司成长的原因之一。综合上述分析,本文从 CEO 私利动机经济后果的视角预期:其他条件不变时,CEO 家乡供应链占比负向影响公司成长性。

为验证上述推论,本文构建模型(5):

$$Growth_{i,t} = a_0 + a_1 Supprat\_home_{i,t} + a_2 Controls_{i,t} + \varepsilon \quad (5)$$

其中,公司成长性(*Growth*)参考孙平等(2022)<sup>[52]</sup>,选择营业收入增长率,即本期营业收入年变化额与上期主营业务收入的比值来衡量。控制变量方面,参考现有文献控制财务特征、治理特征及宏观环境层面相关变量,公司特征包括公司规模(*Size*)、负债率(*Lev*)、资产收益率(*ROA*)、公司自由现金流(*FCF*),即经营活动产生的净现金流量与总资产之比)、账面市值比(*BM*)和管理费用率(*MFEE*),治理特征包括第一大股东持股比例(*Top1*)、股权结构(*Stru*)、CEO 持股比例(*CEOholdrat*)。另外,控制市场化程度(*Market*)和 GDP 增长率(*GDPgrowth*)等宏观环境层面的变量。

回归结果如表 9 所示,公司成长性为被解释变量,解释变量家乡供应商占比(*Supprat\_home*)均在 1% 的水平上显著为负,表明 CEO 家乡的供应商不能显著提高公司成长性,而且由于 CEO 基于个人私利动机构建家乡供应链,偏离企业优化绩效的经营目标,对公司成长性产生负面影响,反向验证了 CEO 出于社会网络的信息优势有利于企业发展而构建供应链的逻辑对本文结论的影响不严重。

表 9 CEO 家乡地供应商与公司成长性

变量	<i>Growth</i>	<i>Growth</i>
	(1)	(2)
<i>Supprat_home</i>	-2.489*** (-3.37)	-1.978*** (-2.59)
控制变量	未控制	控制
常数项	0.347*** (3.35)	0.088 (0.15)
观测值	1041	1041
R <sup>2</sup>	0.024	0.085
行业/年份固定效应	是	是

## 七、结论与启示

### 1. 研究发现

管理防御是公司治理领域的重要命题,本文创新性地将供应链网络纳入管理防御的机制中,基于我国的传统文化和乡土情结背景,以 CEO 社会网络中的家乡网络偏好为着眼点,深入研究中国情境下经理人通过构建家乡供应链关系来实现管理防御的内在机理和防御效果。本文以手工整理的 2001—2020 年 CEO 家乡数据及上市公司供应商地理分布数据为样本,并以增加多种固定效应的 OLS 回归为主要研究方法进行实证研究,核心解释变量为 CEO 家乡社会资本,核心被解释变量

为供应链构建,研究结果证实,CEO 会更多在家乡构建供应链,在家乡地进行更多的采购。且在进行变量替代测量、异地样本检验和内生性检验之后,上述结论依然稳健。而这种供应链的构建也形成了管理防御,以 CEO 更替概率衡量管理防御,本文发现,公司基于 CEO 家乡的供应商占比越高,CEO 被更替的概率会越低,同时更替业绩敏感性也越低。基于高阶理论,本文还探讨了 CEO 特征的异质性差异,结果显示,年长、低学历、任期较长、国有企业、权力较小以及持股比例较低的 CEO 构建家乡供应链会更明显,这个结果也有助于进一步理解 CEO 在家乡构建供应链的动机。此外,在进一步分析中,本文从正面及负面影响的双重视角检验了 CEO 构建家乡供应链的微观经济后果,并发现 CEO 通过在家乡构建供应链实现管理防御这一行为虽然提高了公司的供应商稳定度,获取到更多的商业信用,但同时也带来了公司成长性的损失,表现为 CEO 家乡采购比例显著降低了公司成长性。

## 2. 研究启示

本文的研究不仅拓展了管理防御的相关研究,也有助于理解企业中个体社会资本的私利动机使用。现有研究对企业层面的社会资本普遍持积极态度,但由社会网络联接形成的社会资本往往依附于个体,这在理论上是有可能被个体私利动机使用的,本文以 CEO 家乡供应链的防御效应对此进行了证明。本研究不仅丰富了供应链、管理防御及社会资本的相关文献,也具有重要的实践启示:

(1) 公司管理层和董事会监管应充分认识社会资本的两面性,并主动引导公司社会资本的使用,扬长避短,从而最大化社会资本的效用。在中国情境下的“关系”文化背景下,社会资本在公司治理中扮演着不可忽视的角色。本文发现,社会资本依附于个体时,可能为个体私利动机所用,偏离公司利益最大化的目标,这一结论提醒企业管理者和董事会,应充分认识和把握社会资本对企业成长的两面性,关注社会资本的功能边界。一方面,社会资本所在的社会网络具有信息与资源获取优势,为企业获取信任感和认同感,克服资源约束和环境不确定风险;另一方面,每一类社会资本为企业带来收益的同时,也带来潜在的经营风险,如同本文发现 CEO 家乡供应链增加了企业的供应商稳定度和商业信用,但也可能损害企业成长性。企业管理者和监督者应综合考虑企业面临外部环境及内部经营等因素,理性把握社会资本的积极与消极影响。具体而言,公司董事会应增加对 CEO 构建家乡供应链的监管力度,比如在 CEO 家乡供应商选择过程中增加对其家乡地供应商选择的参与,对供应商的交货稳定度、地理位置、历史业绩等系列因素进行评估,如果能在 CEO 家乡挑选出各项因素达标的供应商,对公司而言,既能利用 CEO 家乡网络优势获取社会资本带来的收益,也能避免供应商构建偏离公司最优选择给公司带来的消极影响,实现双赢局面。

(2) 企业应主动把握 CEO 利用社会资本构建管理防御的情况,降低股东与代理人的代理问题,增强供应链稳定程度。管理防御虽然基于经理人私利形成,但也可能缓解 CEO 在企业经营过程中的短视行为,因为经理人面临被解雇的概率降低,其采取短期投资获取即时收益的动机也会降低,转而更关注长期收益。长期发展的理念对于企业维持供应链上下游环环相扣,供应链前后端长期平衡至关重要。本文也发现 CEO 构建的家乡供应链稳定度更高,因此企业可以主动运用管理者的社会资本,打造高质量的供应链网络,避免因某一环节中断而导致整个供应链瘫痪,同时,也要设置合理的监督和激励机制,优化考核指标。

(3) 内外部监管部门在对管理防御进行监管的过程中,应结合管理层个体特征,做到因企制宜,多措并举。本文发现,不同背景特征的管理层和管理层权力大小对管理防御动机的影响,异质性现象明显。如本文发现持股比例高的 CEO 管理防御动机越弱,监管部门可以鼓励更多的公司授予 CEO 一定比例的公司股份;本文还发现 CEO 任期越长,管理防御动机也越强,监管部门可以设置 CEO 在公司任期期限的限制,避免 CEO 在同一公司任期期限过长。同时,公司内部对 CEO 的激励机制要根据情况进行匹配,避免 CEO 离职导致任期过短。本文在国有企业样本中发现,国有企

业 CEO 更易构建防御体系,国资监管过程中也应关注管理层进行防御的动机,在战略决策和实施过程中保持一定的警觉,保障国家所有者的权益。

### 3. 研究不足与展望

本文也存在一些不足之处值得未来继续探索。第一,受数据可得性限制,本文无法充分获取供应商的企业财务数据,无法从供应商视角考察这一家乡供应链的效果;第二,在 CEO 异质性分析过程中,虽然一定程度上探讨了 CEO 管理防御的私利动机,但仍有进一步进行动机探讨的空间,如 CEO 在家乡构建供应链可能还存在企业家反哺家乡动机,但不影响本文 CEO 供应链防御效果的探讨。在未来研究中可以进一步对私利动机进行更细致的区分,进一步拓展研究深度。

### 参考文献

- [1] Shleifer, A., and R. W. Vishny. Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments [J]. *Journal of Financial Economics*, 1989, 25, (1): 123 - 139.
- [2] Frattaroli, M. Does Protectionist Anti-takeover Legislation Lead to Managerial Entrenchment? [J]. *Journal of Financial Economics*, 2020, 136: 106 - 136.
- [3] 李四海,麻靖涓,朱鹏,江新峰,陈思. CEO 职场晋升与盈余平滑行为研究[J]. 天津:南开管理评论,2023, (1): 1 - 35.
- [4] Taylor, L. A. Why Are CEOs Rarely Fired? Evidence from Structural Estimation [J]. *The Journal of Finance*, 2010, 65, (6): 2051 - 2087.
- [5] Beer, R., H. S. Ahn, and S. Leider. Can Trustworthiness in a Supply Chain Be Signaled? [J]. *Management Science*, 2018, 64, (9): 3974 - 3994.
- [6] Berger, N., S. Schulze-Schwering, E. Long, and S. Spinler. Risk Management of Supply Chain Disruptions: An Epidemic Modeling Approach [J]. *European Journal of Operational Research*, 2023, 304, (3): 1036 - 1051.
- [7] Hoi, C. K. S., Q. Wu, and H. Zhang. Does Social Capital Mitigate Agency Problems? Evidence from Chief Executive Officer (CEO) Compensation [J]. *Journal of Financial Economics*, 2019, 133, (2): 498 - 519.
- [8] 李书娟,徐现祥. 身份认同与经济增长[J]. 北京:经济学(季刊),2016, (3): 941 - 962.
- [9] 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, 187 - 188.
- [10] 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, 180.
- [11] Kong, D., Y. Pan, G. G. Tian, and P. Zhang. CEOs' Hometown Connections and Access to Trade Credit: Evidence from China [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2020, 62, 101574.
- [12] Graeff, P. Social Capital: the Dark Side [J]. *Handbook of Social Capital*, 2009, 9: 143 - 161.
- [13] 赵晶,王明. 利益相关者、非正式参与和公司治理——基于雷士照明的案例研究[J]. 北京:管理世界,2016, (4): 138 - 149, 167.
- [14] Bourdieu, P. Le Capital Social: Notes Provisoires [J]. *Actes de la Recherche en Sciences Sociales*, 1980, 31, (1): 2 - 3.
- [15] 张敏,童丽静,许浩然. 社会网络与企业风险承担[J]. 北京:管理世界,2015, (11): 161 - 175.
- [16] Guo, P., G. Shi, G. G. Tian, and S. Duan. Politicians' Hometown Favoritism and Corporate Investments: The Role of Social Identify [J]. *Journal of Banking and Finance*, 2021, 125, 106092.
- [17] Coval, J. D., and T. J. Moskowitz. The Geography of Investment: Informed Trading and Asset Prices [J]. *Journal of Political Economy*, 2001, 109, (4): 811 - 841.
- [18] 孙斌栋,崔莹雪,李琬. 创业者区位选择的家乡偏好及其驱动机制[J]. 北京:地理研究,2022, (6): 1513 - 1524.
- [19] Pool, V. K., N. Stoffman, and S. E. Yonker. No Place Like Home: Familiarity in Mutual Fund Manager Portfolio Choice [J]. *The Review of Financial Studies*, 2012, 25, (8): 2563 - 2599.
- [20] Gao, T. Ethnic Chinese Networks and International Investment: Evidence from Inward FDI in China [J]. *Journal of Asian Economics*, 2003, 14, (4): 611 - 629.
- [21] Ferris, S. P., D. Javakhadze, and T. Rajkovic. The International Effect of Managerial Social Capital on the Cost of Equity [J]. *Journal of Banking and Finance*, 2017, 74: 69 - 84.
- [22] Butler, A. W., and U. G. Gurun. Educational Networks, Mutual Fund Voting Patterns, and CEO Compensation [J]. *Review of Financial Studies*, 2012, 25, (8): 2533 - 2562.
- [23] Zhu, H., Y. Qan, J. Qiu, and J. Xiao. Hometown Ties and Favoritism in Chinese Corporations: Evidence from CEO Dismissals and

Corporate Social Responsibility[J]. *Journal of Business Ethics*, 2022, 176: 283 – 310.

[24] Fisman, R. , J. Shi, Y. Wang, and R. Xu. Social Ties and Favoritism in Chinese Science[J]. *Journal of Political Economy*, 2018, 126, (3) : 1134 – 1171.

[25] Putnam, R. D. Making Democracy Work: Civic Traditions in Modern Italy[J]. *Foreign affairs ( Council on Foreign Relations)*, 1993, 72, (3) : 202.

[26] Granovetter, M. Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness [J]. *American Journal of Sociology*, 1985, 91, (3) : 481 – 510.

[27] Giannetti, M. , M. Burkart, and T. Ellingsen. What You Sell Is What You Lend? Explaining Trade Credit Contracts[J]. *The Review of Financial Studies*, 2011, 24, (4) : 1261 – 1298.

[28] Raman, K. , and H. Shahrur. Relationship-Specific Investments and Earnings Management: Evidence on Corporate Suppliers and Customers [J]. *The Accounting Review*, 2008, 83, (4) : 1041 – 1081.

[29] Williamson, O. *The Economic Institutions of Capitalism*[M]. New York: Free Press, 1985.

[30] Goltsman, M. Optimal Information Transmission in a Holdup Problem[J]. *Rand Journal of Economics*, 2011, 42, (3) : 495 – 526.

[31] Lau, S. Information and Bargaining in the Hold-up Problem[J]. *Rand Journal of Economics*, 2008, 39, (1) : 266 – 282.

[32] Morck, R. , A. Shleifer, and R. W. Vishny. *Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers*[M]. Chicago: University of Chicago Press, 1988.

[33] Shen, W. The Dynamics of the CEO-board Relationship: An Evolutionary Perspective [J]. *Academy of Management Review*, 2003, 28, (3) : 466 – 476.

[34] 饶品贵, 徐子慧. 经济政策不确定性影响了企业高管变更吗? [J]. *北京: 管理世界*, 2017, (1) : 145 – 157.

[35] Hambrick, D. C. , and P. A. Mason. Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers [J]. *Academy of Management Review*, 1984, 9, (2) : 193 – 206.

[36] Eaton, J. , and H. S. Rosen. Taxation, Human Capital and Uncertainty[J]. *American Economic Review*, 1980, 70, (4) : 705 – 15.

[37] 刘杏, 马超群, 姚铮. CEO 基本特征对企业业绩 - 风险关系的影响——基于我国中小企业板上市公司的实证研究[J]. *北京: 经济管理*, 2014, (11) : 134 – 143.

[38] Haynes, K. T. , and A. Hillman. The Effect of Board Capital and CEO Power on Strategic Change [J]. *Strategic Management Journal*, 2010, 31, (11) : 1145 – 1163.

[39] Finkelstein, S. Power in Top Management Teams: Dimensions, Measurement, and Validation [J]. *Academy of Management Journal*, 1992, 35, (3) : 505 – 538.

[40] 权小锋, 吴世农. CEO 权力强度、信息披露质量与公司业绩的波动性——基于深交所上市公司的实证研究[J]. *天津: 南开管理评论*, 2010, (4) : 142 – 153.

[41] Weisbach, M. S. Outside Directors and CEO Turnover[J]. *Journal of Financial Economics*, 1988, 20: 431 – 460.

[42] 王勇, 刘志远. 供应商关系与企业现金持有——来自中国制造业上市公司的经验证据[J]. *南京: 审计与经济研究*, 2016, (1) : 83 – 91.

[43] Yang, M. M. *Gifts, Favors, and Banquets: The Art of Social Relationships in China*[M]. Ithaca: Cornell University Press, 1994.

[44] Wu, W. , M. Firth, and O. M. Rui. Trust and the Provision of Trade Credit[J]. *Journal of Banking and Finance*, 2014, 39, (1) : 146 – 159.

[45] Uzzi, B. , and R. Lancaster. Relational Embeddedness and Learning: The Case of Bank Loan Managers and Their Clients [J]. *Management Science*, 2003, 49, (4) : 383 – 399.

[46] 王雄元, 彭旋. 稳定客户提高了分析师对企业盈余预测的准确性吗? [J]. *北京: 金融研究*, 2016, (5) : 156 – 172.

[47] Morgan, R. M. , and D. H. Shelby. The Commitment-trust Theory of Relationship Marketing [J]. *Journal of Marketing*, 1994, 58, (3) : 20 – 38.

[48] 王卓, 吕本富, 董纪昌. 供应商内部的折扣博弈[J]. *北京: 中国管理科学*, 2005, (5) : 67 – 70.

[49] Weber, C. A. , and J. R. Current. A Multi Objective Approach to Vendor Selection [J]. *European Journal of Operational Research*, 1993, 68, (2) : 173 – 184.

[50] 石军伟, 付海艳. 企业的异质性社会资本及其嵌入风险——基于中国经济转型情境的实证研究[J]. *北京: 中国工业经济*, 2010, (11) : 109 – 119.

[51] 黄福广, 张晓, 彭涛, 田利辉. 创业投资对中国未上市中小企业管理提升和企业成长的影响 [J]. *武汉: 管理学报*, 2015, (2) : 207.

[52] 孙平, 康文青, 周晓明. 旅游供应链整合、战略选择与旅游上市公司成长性——基于模糊集定性比较分析[J]. *天津: 南开管理评论*, 2022, (5) : 170 – 181.

# Hometown Social Capital and Construction of Supply Chain: From the Perspective of CEO's Managerial Entrenchment

ZHANG Ting-ting<sup>1</sup>,ZHANG Xiao-wei<sup>2</sup>,CAO Chun-fang<sup>3</sup>,XIA Chang-yuan<sup>1</sup>

(1. School of Finance, Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu, Sichuan, 611130, China;

2. The Department of Business Administration, Maotai Institute, Maotai, Guizhou, 564500, China;

3. School of Business, Sun Yat-Sen University, Guangdong, Guangzhou, 510275, China)

**Abstract:** Selecting the CEO is a crucial issue of corporate governance research, but the existence of managerial entrenchment poses challenges to this issue. The existing literature on managerial entrenchment mostly emphasizes defensive measures or financial policies, while the original starting point of managerial entrenchment—manager specific investment—has not been reflected. The construction of managerial entrenchment for manager specific investments combines the characteristics of “exclusivity” and economic “lock-in”. For these two characteristics, the company's supply chain selection is a relatively suitable defensive measure. Firstly, if the selection and maintenance of supply chain are based on individual social capital, it has a certain degree of exclusivity. Secondly, enterprises are embedded in the supply chain and often have a certain “locking” nature. The transfer and suspension of critical nodes of the supply chain will bring huge losses to the enterprise.

In addition, research on social capital has also overlooked a problem. The foundation of social capital is based on the social network composed by individuals. Theoretically, the use of social capital depends on individuals' motivations, and the economic consequences may also be diverse. Specific to the company, the CEO has a selfish motive to use social capital for the construction of managerial entrenchment in the framework of the principal-agent.

Therefore, this article defines individual social capital based on the CEO's hometown, and attempts to explore whether the CEO constructs managerial entrenchment by building supply chain to his hometown from the perspective of the CEO's hometown supply chain, as well as its impact on managerial entrenchment. Based on the manually collected data of the CEO's hometown and the geographical distribution data of the suppliers, this paper constructs the data structure of “company-region-year” from 2001 to 2020. We find that: (1) The CEO will build more supply chain to his hometown, which is reflected in more procurement in the CEO's hometown. (2) This kind of supply chain in the CEO's hometown has the characteristics of manager-specific investment, which can enhance managerial entrenchment. It is manifested by reducing the probability of being replaced, weakening the CEO's turnover performance sensitivity. (3) In terms of heterogeneity, senior CEOs, lower educated CEOs, CEOs with longer tenure, CEOs in state-owned enterprises, weaker CEOs and CEOs with lower shareholdings are more inclined to construct their hometown supply chain. (4) In terms of economic consequences, the supply chain improves the stability of suppliers and increases the trade credit provided by suppliers, but also reduces the growth of the company.

The marginal contributions of this paper to the existing literature mainly include the following aspects: First, this paper analyzes the dynamic construction of CEO managerial entrenchment from the perspective of the CEO's hometown supply chain creatively, and enriches the research on managerial entrenchment in corporate governance. The existing literature on managerial entrenchment neglects manager-specific investments. This article provides a dynamic analysis of the managerial entrenchment construction for this manager specific investment. Second, it is of great significance for the deepening and development of social capital theory to expand the diverse consequences of social capital at a micro level, which through the use of individual motivation by self-interest. Third, this article finds new evidence for managers using supply chain construction to achieve the goal of entrenchment, expanding and enriching relevant research on the economic consequences of supply chains. Unlike the previous literature that explores the economic consequences of supply chain in corporate financial behavior, this paper provides large-scale empirical evidence on the managerial entrenchment from the perspective of hometown supply chain. The conclusions of this paper are helpful to understand the use of individual social capital in enterprises for selfish motives, and remind the management and board of directors to avoid the possible risks while utilizing the resources and advantages brought by individual social capital for companies. At the same time, this paper also provides a new perspective for external investors and regulators to understand and supervise the behavior and consequences of enterprises, and provides empirical evidence support for strengthening corporate governance and regulation.

**Key Words:** social capital; manager-specific investments; managerial entrenchment; hometown supply chain

**JEL Classification:** G34, Z13, D02

**DOI:**10.19616/j.cnki.bmj.2023.11.009

(责任编辑:闫梅)