

CEO权力、风险承担 与公司成长性

——基于投资者保护机制的调节效应研究

李海霞 / 著



中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

此著作由辽宁省社科规划基金项目“CEO集权对公司风险承担的影响
及对策研究：以辽宁省为例”（L16BGL009）资助出版

CEO权力、风险承担 与公司成长性

——基于投资者保护机制的调节效应研究

李海霞 / 著



中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

CEO 权力、风险承担与公司成长性：基于投资者保护机制的
调节效应研究/李海霞著. —北京：经济科学出版社，2017. 5

ISBN 978 - 7 - 5141 - 8061 - 9

I. ①C… II. ①李… III. ①上市公司 - 风险管理 - 研究 -
中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 119298 号

责任编辑：周国强 李 建

责任校对：王苗苗

责任印制：邱 天

CEO 权力、风险承担与公司成长性

——基于投资者保护机制的调节效应研究

李海霞 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编部电话：010 - 88191217 发行部电话：010 - 88191522

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

天猫网店：经济科学出版社旗舰店

网址：http://jjkxcbs. tmall. com

北京密兴印刷有限公司印装

710 × 1000 16 开 13 印张 200000 字

2017 年 6 月第 1 版 2017 年 6 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 8061 - 9 定价：42.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换。电话：010 - 88191510)

(版权所有 侵权必究 举报电话：010 - 88191586)

电子邮箱：dbts@ esp. com. cn)

前 言

有关“风险承担”的研究是近年来金融学和财务学的热点问题之一，特别是2008年美国金融危机爆发后，更是引起了理论界、实务界和相关政策部门的广泛关注。大量的研究显示，美国金融危机的根源在于公司过度的风险承担，而过度的风险承担又是由于对管理层权力不恰当的控制而导致的。

两权分离的现代企业制度下，管理层和董事会之间对决策权力的争夺一直是公司治理关注的重要问题。理论上董事会对公司决策制定具有绝对权力，但由于信息不对称、董事会“搭便车”及“内部人控制”等公司治理缺陷，使得公司控制权自然向管理层转移，位于科层结构顶端的CEO权力更是不断膨胀，甚至拥有了超越董事会的绝对影响力。这种个人权力高度集中的内部治理结构不仅会影响公司业绩水平，更会反映到公司的业绩波动上，从而影响公司的风险承担水平。在我国，职业经理人市场制度还不够完善，上市公司的CEO经常来自于控股股东或者直接由董事长、副董事长兼任，特别是在国有背景的上市公司中，“一股独大”和“所有者缺位”现象并存，这就使得CEO权力更加集中。因此，系统而又深入地研究我国上市公司CEO权力对公司风险承担的影响不仅理论上可行，也具有重要的现实意义。

早期的一些研究认为，公司风险承担或冒险行为能够让公司抓住更有利的投资时机和投资项目，获得更高的收益和更好的发展。发生于美国的金融

危机却向世界各国敲响了警钟：过度的风险承担不但不利于公司的成长，反而可能会使公司一蹶不振乃至破产，进而引发严重的经济后果。同时，大量的实践也表明，那些不顾风险，飞速扩张的企业往往消失得也最快。因此，在美国金融危机和中国经济转型不断深化的背景下，进一步探讨公司风险承担对公司成长性的影响，找出危机根源，避免重蹈覆辙，这对于正处于新兴转轨时期的中国以及中国企业来说，就显得更加重要和紧迫，也更加具有现实意义。

进一步，投资者保护作为一项重要的公司治理机制，其对公司管理层行为的监管以及对公司风险承担的抑制作用已得到了西方学者的广泛关注。由于我国与欧美等西方国家在政治、经济和法律体制上存在着较大差异，这些研究结论在我国是否成立还是个未知数，且目前国内也鲜有这方面研究。因此，有必要在对 CEO 权力、公司风险承担与公司成长性关系研究的基础上，进一步引入投资者保护机制，基于投资者保护调节作用的视角，对公司治理机制、风险承担与公司成长性之间的关系展开更为深入的探讨。

本书以我国深交所 2011 年 12 月 31 日前上市的 1079 家公司为研究对象，主要采用非平衡面板数据的固定和随机效应模型，并借助因子分析法和工具变量法，对 CEO 权力、投资者保护这两种内外部治理机制对公司风险承担的影响，以及公司风险承担与公司成长性之间的关系进行了实证研究。

通过研究，获得如下结论：

(1) CEO 权力越大，公司风险承担水平越高。在我国，上市公司 CEO 权力越大，公司业绩的横向离散度和纵向波动性越大，相应地，公司风险承担水平也越高。该结论表明，我国上市公司 CEO 权力与公司风险承担的关系符合行为决策理论关于“个人决策与公司极端业绩”关系的推论。

(2) 相比于非国有上市公司，国有上市公司中 CEO 权力对公司风险承担的影响更加显著。相对非国有上市公司，国有上市公司的委托代理问题更严重，因此，CEO 高度集权引发的公司风险承担水平也更大。

(3) 投资者保护水平的提高，能够显著降低 CEO 集权引发的公司过度风

险承担问题。投资者保护机制的引入能够有效调节 CEO 高度集权引发的公司过度风险承担问题，因此，上市公司投资者保护程度越高，公司风险承担水平越低。

(4) 相比于非国有上市公司，国有上市公司中投资者保护程度的提高对于公司风险承担具有更加显著的负向调节作用。国有上市公司中对 CEO 权力长期缺乏有效监督的局面将随着投资者保护程度的提高而得到更加显著地改善。因此，相比非国有上市公司，投资者保护程度的提高对公司风险承担水平的负向调节作用在国有上市公司中表现得更为显著。

(5) 公司面临的风险承担水平越高，公司成长性越差。公司风险承担对公司成长性呈现出显著的拖累效应，即公司面临的风险承担水平越高，公司成长性表现得越差。

(6) 相比于非国有上市公司，国有上市公司中风险承担对公司成长性的拖累效应更加明显。如前所述，国有上市公司中 CEO 权力对公司风险承担的正向影响更加显著，而公司的风险承担又与公司成长性表现出显著负相关关系。综合这两方面的结论，本书进一步通过实证研究发现，相比于非国有上市公司，国有上市公司中的风险承担对公司的成长性的拖累效应更加明显。

(7) CEO 权力、投资者保护与公司成长性之间并不存在直接的、显著的相关关系，而是通过影响公司风险承担间接地对公司成长性发挥作用。本书在最后一部分实证中发现：CEO 权力、投资者保护水平并不能直接对公司成长性产生影响，只能是通过影响公司风险承担而对公司成长性间接发挥作用。同时，公司成长性在国有和非国有上市公司中表现出来的差异，也仅仅是由公司风险承担水平的差异决定的，CEO 权力和投资者保护并不能直接发挥作用。

本书的创新之处有以下 4 点：

(1) 基于公司内外部治理机制交互作用的视角，对 CEO 权力、投资者保护与公司风险承担之间的关系进行了探讨。目前，专门从管理者权力出发，研究公司内部治理机制—CEO 集权对公司风险承担的影响的相关文献还较为

少见。特别是着眼于公司内部治理机制的交互作用，进一步研究投资者保护对 CEO 权力与公司风险承担关系的调节作用的文献，更是凤毛麟角。本书的研究丰富了公司治理与公司风险承担关系方面的探讨，也为宏观经济波动提供了来自公司治理层面的证据。

(2) 在对公司成长性的研究中尝试性地引入了公司风险承担这一影响因素。以往关于公司治理与公司风险承担的相关研究结论往往是静态的、孤立的，并未能将其研究成果进一步的扩展。本书沿着“CEO 权力、投资者保护—风险承担—公司成长性”的研究脉络，就公司风险承担与公司成长性的关系进行了尝试性的研究，对影响公司成长性的因素给出了一个全新的解释。

(3) 揭示了 CEO 权力、投资者保护对公司成长性的间接影响效果及公司风险承担行为的中介作用。该研究在一定程度上完善了公司成长理论，同时对于拓展该领域的相关研究具有一定的借鉴意义。

(4) 对公司风险承担和投资者保护指标现有的衡量方法进行了改进。在公司风险承担的计算过程中，按行业和年度的均值对这个指标进行了调整。这种处理方法在一定程度上增加了公司风险承担衡量指标的科学性和研究结果的说服力，为相关问题的后续研究提供了有益的尝试。同时，本书使用因子分析法得到了反映各地区投资者保护水平的综合指数。这种指标处理方法不仅克服了现有衡量方法不全面、量纲不统一等问题，也为找到一个适合我国法律制度背景和上市公司现状的投资者保护指标提供了一定的借鉴意义。



I

导论 / 1

- 1.1 选题背景及意义 / 2
- 1.2 概念界定 / 4
- 1.3 研究思路与分析框架 / 7
- 1.4 结构与研究内容 / 7
- 1.5 创新与研究不足 / 9

2

文献综述 / 13

- 2.1 CEO 权力与公司风险承担关系研究综述 / 14
- 2.2 投资者保护与公司风险承担关系研究综述 / 21
- 2.3 风险承担与公司成长性关系研究综述 / 27
- 2.4 文献述评 / 34

3

CEO 权力与公司风险承担

——内部治理机制对公司风险承担的影响 / 37

- 3.1 理论分析与研究假设 / 39

	3.2	研究设计 / 42
	3.3	实证结果 / 61
	3.4	进一步研究——不同控制人身份下 CEO 权力与 公司风险承担 / 67
	3.5	稳健性检验 / 73
	3.6	本章小结 / 82
4		投资者保护对 CEO 权力与公司风险承担关系的调节效应研究 ——外部治理机制对公司风险承担的影响 / 87
	4.1	理论分析与研究假设 / 89
	4.2	研究设计 / 92
	4.3	实证结果 / 111
	4.4	稳健性检验 / 118
	4.5	本章小结 / 125
5		内外部治理机制、风险承担与公司成长性 / 129
	5.1	风险承担与公司成长性关系研究 / 131
	5.2	CEO 权力、投资者保护与公司成长性 关系研究 / 164
	5.3	本章小结 / 171
6		结论与政策建议 / 173
	6.1	研究结论 / 174
	6.2	政策建议 / 176

6.3 研究展望 / 179

参考文献 / 181

后记 / 198

CEO权力、风险承担与
公司成长性
基于投资者保护机制的
调节效应研究
Chapter 1

1 导 论

1.1 选题背景及意义

公司价值研究由两个重要维度组成——业绩的增长和业绩的波动。业绩增长显示了投资者财富积累的增长程度，而业绩波动则反映了投资者财富变动的平滑程度（Adams et al. , 2005；Cheng, 2008）。可以说，业绩波动是公司价值研究体系中一个不可忽视的重要指标。在资本市场中，波动被广泛用来度量风险，因此，学者也借用“业绩波动性”来衡量企业面临的风险，称为“风险承担”（Adams et al. , 2005；Coles et al. , 2006；Cheng, 2008；Bargeron et al. , 2010；Boubakri et al. , 2011）。

近年来有关公司风险承担问题的研究引起了学术界和相关政策部门的广泛关注，特别是 2008 年美国金融危机爆发后，越来越多的学者开始将研究重点从公司业绩转向公司风险，不断探寻公司风险承担背后的影响因素。一些研究认为，美国金融危机的根源在于公司过度的风险承担，而过度的风险承担又是由于对管理层权力不恰当的控制而导致的（Bebchuk et al. , 2010；Berndt et al. , 2010；Board of Governors of the Federal Reserve System, 2011）。

两权分离的现代企业制度下，管理层和董事会之间对决策权力的争夺一直是公司治理关注的重要问题。理论上董事会对公司重大事项具有决策权，且负责对管理层的监督和任免，因此具有绝对权力。但是，管理层权力理论指出，由于信息不对称、董事会“搭便车”以及“两职合一”等公司内部治理机制的缺陷，使得管理层尤其是位于科层结构顶端的 CEO 往往拥有较大的权力，甚至能够控制企业重大决策的制定。个人权力高度集中的内部治理结构往往会影响公司的业绩水平尤其是业绩波动，进而影响公司的风险承担水平。

在我国，由于职业经理人市场制度还不够完善，上市公司的 CEO 经常来自于控股股东或者直接由董事长、副董事长兼任，特别是，在国有背景的上

上市公司中，“一股独大”和“所有者缺位”现象并存，公司的实际控制权自然向管理层转移，CEO 权力不断膨胀，甚至拥有了超越董事会的绝对影响力（卢锐等，2008；王清刚和胡亚君，2011）。可见，在我国特殊的公司治理背景下，国有上市公司 CEO 高度集权的现象更加严重，CEO 权力对公司风险承担的影响也必将更加凸显。

众所周知，投资者是证券市场的基石与支柱，投资者保护问题一直是各国证券监管工作的核心，随着上市公司对投资者保护意识的提高，其对公司治理的影响引起了学术界的普遍关注。国外关于投资者保护对公司风险承担行为的影响已有部分研究，但由于我国与欧美等西方国家在政治、经济和法律体制上存在着较大差异，这些研究结论在我国是否成立还是个未知数，且目前国内也鲜有这方面研究。因此，在对 CEO 权力与公司风险承担行为关系研究的基础上，有必要进一步引入投资者保护机制，基于公司内外部治理机制交互作用的视角，对三者之间的关系展开深入的探讨。

早期的一些研究认为，公司风险承担或冒险行为能够让公司抓住更有利的时机和投资项目，获得更高的收益和更好的发展（Durnev et al. , 2004；John et al. , 2008；Fogel et al. , 2008；Low, 2009）。但发生于美国的金融危机却向世界各国敲响了警钟：公司面临的风险越高，发生危机的可能性也越大，过度的风险承担不但不利于公司的成长，反而可能会使公司一蹶不振甚至破产。同时，大量的实践也表明，那些不顾风险，飞速扩张的企业往往消失得也最快。在 2008 年的美国金融危机中，中国经济也不可避免地受到了一定程度的影响，特别是在全球经济下滑的大环境下，中国企业的生存环境正在发生着巨大变化：第一，中国企业正在面临着 30 年来少有的经济低谷期；第二，随着经济环境的恶化和经营环境的复杂化，中国企业的管理者在过去 30 年经济牛市下惯有的决策思维习惯已难以为继，公司管理者尤其是 CEO 依靠自身权力制定企业决策的风险无疑将大大加剧。因此，在美国金融危机和我国特殊的公司治理背景下，进一步探讨 CEO 权力引起的公司过度冒险行为给公司成长性带来的危害，并找到相应的解决对策，避免金融危机的余震

对中国经济的进一步影响，迫切需要引起政策制定者和学者的高度关注。

本书基于“CEO 权力、投资者保护—风险承担—公司成长性”的框架，以公司风险承担作为研究的切入点，首先研究了 CEO 权力、投资者保护这两种内外部治理机制对公司风险承担的影响及作用机理；其次对风险承担与公司成长性的内在关系进行了深入剖析；最后揭示了 CEO 权力、投资者保护对公司成长性的间接影响及公司风险承担在三者关系中所起到的中介作用。

在国内外已有文献中，从公司内部治理（CEO 权力）及外部治理（投资者保护机制）交互作用的角度来研究公司风险承担问题的成果并不多见，进一步研究风险承担与公司成长性的文献更是凤毛麟角。本书尝试性地将公司内外部治理机制、公司风险承担及公司成长性这三个方面的内容结合起来进行研究，为三者之间的关系找到了一条贯穿首尾的逻辑线索和合理的解释。该研究不仅丰富了有关高管权力、公司风险承担与公司成长性关系问题的研究文献，而且从新的视角（投资者保护机制）探讨了调节三者关系的特殊的治理效应，为中国上市公司尤其是国有上市公司加强对高管的权力控制和提高投资者保护水平提供了新的证据和解决方案。同时，本书认为，科学合理的公司战略决策不能只关注公司业绩，更应该考虑业绩波动（风险承担）以及由此引发的公司成长性问题。对公司风险承担和成长性的关注不仅是公司治理建设的重点，也是未来我国企业能否持续保持竞争力、赢得国际竞争的关键。

1.2 概念界定

（1）CEO 权力。

CEO（chief executive officer）即首席执行官，是一个公司中负责经营运作的最高行政官员，同时也是股东权益的代表和公司决策的参与者。他由董事会任命，向董事会负责，而且在大多数情况下就是董事会成员。由于中国

引入 CEO 体制比较晚，目前国内大多数上市公司并没有将拥有最高经营决策权的高管称为 CEO，但根据 CEO 在公司组织管理和执行层中的作用和地位，本书的 CEO 包括公司的总经理、总裁和首席执行官。

本书对于 CEO 权力的度量主要依据 Finkelstein (1992) 的权力模型。Finkelstein (1992) 认为，管理层的中心任务是处理不确定性，内部不确定性主要来自于董事会和其他高管人员，外部的不确定性则主要来自于公司自身目标和外部制度环境。依此，他将 CEO 的权力划分为位置（结构）权力、所有者权力、声望权力及专家权力。借鉴这种思路，同时结合中国上市公司具体情境，本书从位置权力、所有者权力、专家权力及自主决策权力四个方面、八个维度对我国上市公司 CEO 权力进行衡量，并以上述八个维度的虚拟变量之和作为 CEO 权力的最终衡量指标。

（2）风险承担。

在资本市场中，“波动”被广泛用来度量风险，因此，众多学者也借用“业绩波动性”来衡量企业面临的风险，称为“风险承担（risk-taking）”（Adam et al. , 2005；Coles et al. , 2006；Cheng, 2008；Bargero et al. , 2010；Boubakri et al. , 2011）。风险承担可分为风险主动承担和被动承担两种，前者是企业明知风险的存在仍然选择承担的风险，后者则是事先并不知道风险的存在或虽知道但预测不准，导致最后不得不被动承受的风险，企业重要决策往往是两类风险共同作用的结果，本书中所使用的公司风险承担的概念也是从这两类风险角度出发的。对企业来讲，承担风险是企业获取收益的前提（Li & Tang, 2010），高收益必然伴随着高风险，但同时，企业面临的风险承担水平越高，发生危机的可能性也越大。风险承担的高低不仅反映了企业管理层的运营、决策能力和水平，还会影响到企业未来的成长，因此，风险承担的重要性在经济学、投资学、企业管理理论、风险管理理论等众多领域得到了充分的关注。

本书借鉴张瑞君和李小荣（2012）的指标选取方法，沿用 Adam 等（2005）、Cheng（2008）的指标计算方法，主要使用公司财务业绩指标 ROA

的横向离散度和纵向波动性分别衡量公司横向和纵向风险承担水平。

(3) 投资者保护。

在金融市场中,投资者指在金融交易中购入金融工具融出资金的所有个人和机构。作为证券市场的主要的资金供给者,投资者分为两种:一种是已经持有公司股票的股东;另一种是未来可能持有股票的潜在投资者。对于已经持有公司股票的股东来说,根据持股比例的差异,又可以分为大股东和中小股东。大股东凭借其持股优势成为公司的实际控制人,参与公司的经营管理决策,从而由外部人转变为内部人,由信息的需求者转变为信息的供给者。在利己主义驱动下,他们会选择生成和披露对自己有利的信息。处于信息劣势的中小股东和潜在投资者,由于持股比例低且分散,缺乏专业的分析能力和信息汲取能力,只能被动地接受上市公司披露的信息,成为市场风险的买单者。本书所说的投资者保护特指对中小投资者和潜在投资者的利益保护。

本书根据樊纲等编制的《中国市场化指数——各地区市场化相对进程2011年报告》中列示的“各地区市场化相对进程”、“政府与市场的关系”、“市场中介发育和法律制度环境”,以及深交所网站公布的“上市公司信息披露质量”,上市公司年报中披露的“审计师事务所类型”和“年报审计意见类型”这六项指标数据,运用因子分析法构造了上市公司投资者保护指数。

(4) 公司成长性。

公司成长性是企业发展过程中的重要动力,是企业内在力量的积累与外在规模扩大的统一,是公司在内部和外部因素共同作用下的公司现有状态。公司成长性既会表现为可持续的已有规模的增加,收入的增长,利润的提高,形成当前增长机会;还会表现为企业管理完善、人员素质增强、市场前景广阔等不可度量因素综合作用所带来的企业未来的良好发展潜力。所以公司成长性是企业的内力与外力的综合结果,是当前增长形式与未来发展潜力的统一。

对于公司成长性的衡量,考虑到单一指标难以全面衡量其各方面,容易顾此失彼,有时难以与企业绩效这一静态指标相区别,加之公司成长性指标应具有持续性、动态性、波动性、收益性和扩张性这五个特征,本书分别从

盈利能力、资金运营能力、偿债能力和发展能力四个方面综合评价公司的成长性。进一步，本书又将这四个方面的指标细化为九个三级指标，使用因子分析法最终得到了公司成长性的综合评价指标。

1.3 研究思路与分析框架

本书以我国深交所 2011 年 12 月 31 日前上市的 1079 家公司为研究对象，基于投资者保护机制的调节效应的视角，研究了 CEO 权力、风险承担与公司成长性三者之间的关系及作用机理。首先，在已有研究的基础上，对国内外有关管理层权力、投资者保护与公司风险承担之间，以及风险承担与公司成长性方面的相关理论和文献进行梳理、总结；其次，在理论分析和研究假设的基础上，从公司内外部治理机制相互制衡的角度，对 CEO 权力和投资者保护对公司风险承担水平的影响及作用机理进行了实证检验；再次，沿着“CEO 权力、投资者保护—风险承担—公司成长性”的研究脉络，对公司风险承担与成长性的内在关系的进行了深入剖析，并最终揭示了 CEO 权力、投资者保护机制对公司成长性的间接影响效果及风险承担所起到的重要的中介作用；最后，在理论和实证分析的基础上，本书对加强高管权力监督和控制、完善投资者保护机制、降低公司风险承担水平以及提高公司成长性等方面提出了相关的政策建议，并对未来的研究进行了展望。本书的分析框架如图 1-1 所示。

1.4 结构与研究内容

在前面所述研究思路与分析框架基础上，全书共安排为六章，各章主要研究内容如下：