

外地CEO与企业风险承担：外来的和尚好念经？

苏忠秦 葛彪

(杭州电子科技大学会计学院，浙江 杭州 310018)

摘要：本文以2008—2018年沪深A股上市公司为样本，基于场所依赖理论、烙印理论和文化差异的“学习互补”效应假说，实证检验了外地CEO对企业风险承担水平的影响。研究表明，外地CEO能有效提升企业风险承担水平。异质性分析显示，外地CEO对企业风险承担的促进作用在国有企业、高经济发展水平、高创新文化和低宗教文化地区更为显著。在进行一系列稳健性检验后，结果依然稳健。进一步的影响渠道分析发现，提高内部监督水平、抑制社会性负担可能是外地CEO提高风险承担的渠道机制。对经济后果的研究发现，拥有外地CEO的企业可以提高风险承担水平进而提高公司价值。本文的研究对完善上市公司和地方政府的人才引进战略具有重要启示。

关键词：外地CEO；风险承担；文化环境；高管特质；企业行为

Abstract: Using a sample of China's A-share listed firms in Shanghai and Shenzhen from 2008 to 2018, this paper empirically tests the impact of non-local CEOs on the level of corporate risk-taking based on the place attachment theory, imprinting theory, and the learning effect hypothesis of cultural differences. The results show that non-local CEOs can effectively enhance the level of corporate risk-taking. Heterogeneity tests show that the role of non-local CEOs in promoting corporate risk-taking has a more significant impact on state-owned enterprises, areas with high economic development levels, areas with high innovation culture and areas with low religious culture. Robustness checks validate the above results. Furthermore, we find that non-local CEOs may affect risk-taking through two channels: enhancing the internal supervision and mitigating the social burden. Corporates with non-local CEOs can promote corporate values by enhancing the level of corporate risk-taking. This study has important implications for improving the “talent introduction” strategies of listed companies and local governments.

Key words: non-local CEOs, risk-taking, cultural environment, management characteristics, corporate behavior

作者简介：苏忠秦，管理学博士，杭州电子科技大学会计学院副教授，研究方向：社会关系网络、社会资本、风险承担、公司治理与金融市场。葛彪，杭州电子科技大学会计学院硕士生，研究方向：公司财务、风险承担与公司治理。

中图分类号：F830.59 **文献标识码：**A

一、引言

自从Hambrick and Mason(1984)^[7]开创性地将高管特质与企业行为联系起来并提出“高层梯队理论”(upper echelons theory)以来，已有研究证明高管性别(祝继高等，2012)^[48]、年龄(吕文栋等，2015)^[34]等人口统计学特征与企业行为的关系。最近的研究从认知心理学和烙印理论出发，发现环境和经历会塑造个体特质，并对其决策产生影响。先前的文献证实高管军旅经历(Malmendier

et al., 2011)^[14]、贫困经历(马永强和邱煜，2019)^[35]、海外经历(Giannetti et al., 2015)^[6]都会对企业行为产生影响，表明之前的经验塑造了高管的认知和价值观，进而影响其决策。CEO是高管团队的灵魂，越来越多的文献关注CEO的个人特质，包括文革经历(Kong et al., 2020)^[12]、饥荒经历(Hu et al., 2019)^[9]、战争经历(Choi et al., 2020)^[3]、财务经历(Yang et al., 2021)^[21]、留学经历(Bai et al., 2020)^[1]、学术经历(Wang et al., 2021)^[19]等，而CEO特质中关于其是否来自“本地”还是“他乡”的影

响效应研究尚不多见。

事实上，随着中国社会的发展，尤其是高铁的建设，人口流动急剧增加，异地工作成为常态，有些人甚至选择“跨市通勤”。根据第七次全国人口普查结果，我国人户分离达4.93亿人，相当于每3人就有1人在外地学习或工作，其中跨省流动人口1.25亿人。相比第六次人口普查结果，人户分离显著上升。这一现象为企业CEO籍贯多样化提供了可能，外来人口已经对当地经济发展起着举足轻重的作用。基于企业CEO籍贯多样化的现实，本文关注个人特质中非常重要的一个方面——CEO的异乡人身份。与本文研究最接近的文献是关于家乡对性格和行为的影响。Yonker(2017)^[22]发现，位于CEO家乡的公司，其裁员和降薪的情况更少。Jiang et al. (2018)^[10]研究表明，公司更可能收购其CEO家乡所在地的标的。然而，关于CEO家乡身份对公司决策影响的证据仍然很少，并且Jiang et al. (2018)^[10]和Yonker(2017)^[22]都认为家乡偏见会导致公司做出次优决策。外地高管，尤其是外地CEO对企业决策起着至关重要的作用，但现有文献关于外地CEO对企业行为影响的研究尚显不足，除了费盛康和余佩琨(2010)^[26]关于外籍高管与企业监督、严若森和周燃(2021)^[42]关于外地CEO与创新投入、雷光勇等(2020)^[31]关于高管异地工作与创新产出的研究外，CEO的异乡人身份是否以及如何影响企业风险承担还鲜有涉及。因此，本文拟研究：CEO异乡人身份怎样影响企业的风险承担水平，哪些因素会影响CEO异乡人身份与企业风险承担之间的关系，CEO的异乡人身份通过什么渠道对企业风险承担产生影响等问题。

本文基于场所依赖(place attachment)理论、烙印理论(imprinting theory)和“学习互补”效应假说，以沪深A股上市公司为样本，实证检验了外地CEO对企业风险承担水平的影响，并且考察了产权性质、地区经济水平、文化环境对外地CEO与企业风险承担关系的影响，以及CEO的异乡人身份通过什么渠道影响企业风险承担水平的。结果表明，外地CEO显著提升企业风险承担水平，外地CEO对企业风险承担的促进作用在国有企业、高经济发展水平、高创新文化和低宗教文化地区更为显著。进一步的渠道分析发现，提高内部监督水平、抑制社会性负担可能是外地CEO提高企业风险承担的重要机

制。本文还进一步讨论了外地CEO的风险承担对企业价值的影响。

本文的贡献体现在两个方面：第一，从外地CEO文化“学习互补”的角度为企业风险承担行为提供了新的视角。现有研究大多基于管理者人口特征等因素研究风险承担，对文化交互领域的研究尚显不足，本文扩展了风险承担领域的研究成果，是相关研究的有益补充。第二，具有重要的现实意义。以往研究更多的是基于本地CEO家乡认同的视角，对本地CEO对家乡企业的贡献做出了解释。在人口流动常态化的背景下，对外地CEO的研究有利于企业建立合理的人才选拔培养模式，打破本土CEO的“人情困境”，也为各地人才引进政策提供一定的借鉴。

二、文献回顾

(一)企业风险承担

企业风险承担反映了高管在决策中对那些预期收益和现金流不确定的投资项目的选择。目前，对企业风险承担影响因素及其路径的研究包括宏观环境、内部治理和管理者个人特质三个方面。从宏观环境看，投资者保护(John et al., 2008)^[11]、金融科技(龚晓叶和李颖, 2020)^[27]、宗教氛围(Hilary and Hui, 2009)^[8]、货币政策(周彬蕊等, 2017)^[47]均会影响企业风险承担。从内部治理看，机构投资者参与(Wright et al., 1996)^[20]、股权制衡(Faccio et al., 2011)^[4]、董事会规模(Wang, 2012)^[18]、产权性质(余明桂等, 2013)^[44]会影响企业风险承担。管理者个人特质的差异使其拥有不同的风险偏好，进而影响企业风险承担。祝继高等(2012)^[48]发现女性董事比率高的公司倾向于风险规避；吕文栋等(2015)^[34]发现高管团队的年龄与风险承担负相关，男性比例、受教育程度则与风险承担正相关。王满等(2021)^[40]发现实控人境外居留权会促进企业风险承担。总之，管理者个人特质对企业风险承担的影响受到越来越多的关注，但目前还没有CEO籍贯多样性对企业风险承担的影响研究。

(二)CEO籍贯的影响

学者对高管家乡情怀进行了深入研究，发现家乡在塑造个体身份认同方面起着至关重要的作用。家乡是CEO个人认同的地方，不可避免地影响着CEO心理特征

的形成。家乡可以激发强烈的情绪，显著地影响一个人的认知和行为(Ren et al., 2021)^[15]。家乡不仅代表一个地理分类，而且与社会心理学有着密切联系(Scannell and Gifford, 2010)^[16]。

Kong et al.(2020)^[12]发现，CEO的家乡人脉显著增加企业的商业信用。Lai et al.(2019)^[13]发现本地CEO更重视企业长远发展，不倾向于削减研发支出来避免利润下降或满足分析师预测。同时，本地CEO会在支付更多的州税和承担社会责任方面做出长远决策。胡珺等(2017)^[29]发现高管在家乡任职时，会积极推动环境治理，企业环境投资更多。李吉园等(2020)^[32]发现本地CEO因为老乡身份产生家乡认同感，避税意愿更低。这些文献大都支持本土优势假设，本地CEO具有信息优势，更了解当地文化，也更能掌握更多资源。但是，曹春方等(2018)^[24]发现家乡认同会加重代理问题，具体表现为CEO家乡公司的绩效更差。Yonker(2017)^[22]基于场所依赖的心理学理论，发现本地CEO更喜欢聘任家乡的员工，这导致了公司做出次优决策；Jiang et al.(2018)^[10]发现CEO表现出家乡偏见，公司收购位于其CEO家乡的标的的可能性高出一倍。

此外，严若森和周燃(2021)^[42]发现，外地CEO在促进创新投入、提升企业价值和抑制社会资本维护支出方面发挥了积极作用。从创新产出的角度，雷光勇等(2020)^[31]发现董事长异地工作能够促进创新产出。费盛康和余佩琨(2010)^[26]研究表明，外籍高管在国内没有复杂的人际关系，可以避开人情干扰，发挥更好的监督作用，外来的和尚可以念好中国的经。然而，外地CEO对公司决策影响的证据仍然缺乏，尚未有文献探讨外地CEO是否会影响企业的风险承担水平。

总的来说，Kong et al.(2020)^[12]、Lai et al.(2019)^[13]、胡珺等(2017)^[29]、李吉园等(2020)^[32]大都支持本土优势假设。但是，曹春方等(2018)^[24]、Yonker(2017)^[22]、Jiang et al.(2018)^[10]认为存在家乡偏差，家乡情结导致了次优的决策，本地高管可能带来负面影响(可以被看作是外地CEO的积极影响)。同时，严若森和周燃(2021)^[42]、雷光勇等(2020)^[31]、费盛康和余佩琨(2010)^[26]基本支持外来高管的积极影响，即“外来的和尚好念经”。总之，研究CEO籍贯多样化的文献方兴未艾，尚未达成一致结论，进一步的深入探讨成为必要，并且研究外地CEO对

企业风险承担的影响还鲜有涉及。

三、理论分析与研究假设

(一)外地CEO与风险承担

场所依赖理论认为，人们对家乡有一种特殊情感，对家乡的发展格外重视，并愿意为家乡做贡献(Fullilove, 1996)^[5]。但是，现有研究也证实了家乡偏好往往是基于感性而非理性。本地CEO往往会选择平静且稳定的生活(Yonker, 2017)^[22]。CEO对家乡的过分重视也导致了其过于关注自己在家乡的声誉，害怕在家乡父老面前失败，对家乡的依恋变成了巨大的枷锁和束缚，这种巨大的思想负担导致其决策有限理性、谨小慎微，体现在企业决策上就是风险承担不足。外地CEO没有这种声誉枷锁的束缚，可以轻装上阵，提升企业风险承担水平。

尽管本地CEO具有信息优势，更了解当地文化，可能拥有更好的本土资源，但也不可避免会出现代理冲突，这种代理冲突通常表现为CEO因本土偏差而做出次优决策。这种次优决策有可能是为了追求个人利益，这种利益既可以是直接的金钱利益，也可以是通过帮助家乡而获得崇高的个人声誉。例如，收购一家不景气的家乡企业可能会提高CEO在家乡的地位或声誉。地位或声誉的提高可能会带来利益，增加CEO接触地方官员的机会。次优决策也可能是由不那么功利的理由引起的，例如，CEO可能会对家乡的员工有更多的同理心，试图帮助乡亲。正如Yonker(2017)^[22]发现，CEO与家乡建立的情感纽带促使他们对待家乡的员工更好，然而这并不是一个理性的最优决策。在社会心理学文献中，这些联系被称为地方依恋或地方认同。也可以将后一个原因看作CEO将股东的钱赠给家乡，这一现象已被证明会随着代理冲突而加剧。而外地CEO敢于离开家乡，去开辟新的生活，其“家乡情结”的思想负担较小，在做出决策时不容易受到情感的干扰，其决策偏向理性，风险承担水平也会有所提高。因此，“家乡情结”负担更小的外地CEO风险承担水平可能更高。

外地CEO勇于跳出“亲友保护”的舒适圈，独自到异地去打拼和奋斗，具有较高的冒险精神。而本地CEO长期在一个地方，思维模式往往被固化，在复杂多变的不确定环境中容易陷入保守僵化。外地CEO初到外地学

习或生活时，必须独自面对陌生环境带来的冲击和挑战，通常依靠自己独立地探索和尝试。在这种尝试和探索的道路上，不可避免地会走弯路甚至走错路。在这过程中，外地CEO积累了面对不确定情境的经验，使得外地CEO有更强的能力克服不确定性带来的挑战。基于烙印理论，这种过往经历会对CEO未来决策产生影响。换句话说，外地CEO面临不确定性等高风险情景时，拥有更强的能力和丰富的经验，往往会选择积极面对，从而提升企业的风险承担水平。

此外，外地CEO带来一种全新的地域文化，不同的企业文化造就不同的思维模式和工作方法，两种地域文化的“学习互补”会让企业产生新的知识和观念，拥有更强的资源整合能力和风险认知，对企业风险承担着积极的促进作用。Vermeulen and Barkema(2001)^[17]认为文化差异可以协助公司建立完备的知识结构体系，进而促进互相学习和创新溢出。蔡宁(2019)^[23]通过研究方言差异和并购绩效的关系验证了“学习互补”假说。宋建波等(2017)^[39]认为海归高管在国外接受的个人主义文化熏陶有利于促进其对企业的风险承担水平。

总之，中国是人情关系型社会，人情和关系会影响决策过程和结果。本地CEO在管理决策时往往出于本土人情关系的考量，而外地CEO较少受到这种“人情困境”的干扰，更能客观公正地改变企业不合理之处，提高公司监督与治理水平，减少本土的社会性负担。外地CEO拥有更强的开拓精神和处理不确定性环境的丰富经验，从而提升企业风险承担水平。并且两种地域文化的“学习互补”会让企业产生新的知识和观念，拥有更强的整合能力和风险认知，对企业风险承担有积极的促进作用。

基于上述分析，本文提出如下假设：

H1：拥有外地CEO的企业风险承担水平更高。

(二)外地CEO、产权性质与风险承担

国有企业具有特殊性，往往需要承担部分政策性责任(张敏等，2013)^[45]。杨瑞龙等(2013)^[43]认为央企领导同时具有“经济人”和“政治人”的特征，产生了更大的代理问题。考虑到国企并非追求利润最大化的普通企业，而是承担了多重责任的特殊企业，推测国企领导更倾向于具有“政治人”的特征。由于这种特殊的代理

问题，国企具有较强风险规避倾向，不愿意承担较高风险，表现出投资不足等问题(余明桂等，2013)^[44]。瞿皎皎等(2021)^[37]指出，国企对传统文化有着更大程度的沿袭，是政治文化和人情社会内洽情境的写照，关系本位、人情运作色彩浓厚。当本地CEO在国企任职时，往往因为人情社会和关系本位的原因，难以对国企风险承担较低、投资不足做出根本性的革新。而外地CEO在国企任职时，往往较少受到本土关系社会的干扰，有勇气和毅力对国企风险承担不足等问题作出变革，提高企业的风险承担水平。国企特殊的政治地位决定了其需要承担一定的政策性负担，会使企业以求稳为主，降低风险承担水平。外地CEO会使地方政府在政策性任务的摊派上有所顾忌，客观上降低政策性负担，有利于企业轻装上阵，提高风险承担水平。非国有企业大都基于市场化运作，更多是由行业整体现状而非地域关系决定风险承担水平，外地CEO对非国有企业风险承担水平的影响较小。此外，非国有企业也较少承担政策性负担，外地CEO打破人情束缚和减轻政策性负担，提升企业风险承担水平的作用较弱。基于上述分析，本文提出如下假设：

H2：相较非国有企业，国有企业中外地CEO对风险承担的促进作用更强。

(三)外地CEO、经济发展水平与风险承担

企业所在地的经济发展水平也可能影响外地CEO与企业风险承担的关系。在经济发展较差的地区，企业对间接融资的依赖较高；作为固定收益的获取者，银行会约束企业从事高风险活动，进而迫使企业降低风险承担水平。申丹琳(2019)^[38]发现，融资约束制约了企业风险承担能力。相反，在经济较发达的地区，企业融资渠道多元化，融资约束得到有效缓解，信息透明度有所提升。此外，在经济发展较好的地区，风险投资是促进企业发展的有效方式，而风险投资能够促进企业风险承担(刘娥平等，2022)^[33]。在经济发展较好的地区，高风险高收益的项目容易获得风险资本的青睐，风险资本的注入使企业有了承担风险所需的资源，这也会提升企业风险承担水平。因此，外地CEO风险承担的意识 and 能力会受当地经济水平的影响，外地CEO对企业风险承担的促进作用会因企业所在地经济发展水平的不同而变化。经济发展水平较好的地区也会吸引优秀外来人才的到来，

优秀外来人才可能带来全新的观念、先进的技术和优质的资源。这些外来优秀人才也会促进企业风险承担水平的提升。基于上述分析,本文提出如下假设:

H3: 外地CEO对风险承担的促进作用在经济发展水平较高的地区更强。

(四)外地CEO、地区文化环境与风险承担

社会学研究阐述了文化对一个地区持久而深刻的影响,文化烙印在人们的思维方式和行为规范中,直接影响人们的经济行为。不同文化环境影响个体风险偏好,从而影响其决策。本文将基于创新文化和宗教文化两个维度展开分析。

创新文化会影响地区成员的创新意愿和协作方式(吴义刚和荣兆梓, 2011)^[41]。创新文化较弱的地区,往往不主张承担风险,更喜欢按部就班。创新文化较强的地区,人们乐于交流各种新奇想法,鼓励大家尝试,并且对失败较为宽容,具有较强的风险承担意愿。高创新文化环境下,外地CEO也乐意主动和员工讨论各种想法,在文化交流中产生新的火花,促进企业风险承担。

宗教环境也会显著影响人们的风险偏好和容忍度。Hilary and Hui(2009)^[8]发现宗教信徒不喜欢承担风险;杜兴强等(2016)^[25]发现佛教可减少管理者的贪婪程度,抑制公司的过度投资。宗教文化强的地区,即使不信教的人群也会默默接受宗教文化的熏陶,并且试图融入这一非正式制度的约束,追求一种“无欲”“平稳”的生活。位于高宗教文化地区的人往往不太乐意接受风险,不愿意接受外地CEO带来的新想法,对风险容忍度较低,风险承担水平也不高。低宗教文化地区的人民不用接受近乎苛刻的教规的限制,凭自己的喜好去尝试新事物,这可能会影响企业风险承担水平的提升。

基于上述分析,本文提出如下假设:

H4a: 外地CEO对风险承担的促进作用在创新文化环境较高的地区更强。

H4b: 外地CEO对风险承担的促进作用在宗教文化较低的地区更强。

四、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文以2008—2018年沪深A股上市公司为研究样本。

由于企业风险承担的衡量需要前后三年的数据,因而本文实际采用的样本区间是2006—2020年。本文对初始样本进行如下筛选和处理:(1)剔除金融类公司;(2)剔除ST、*ST公司;(3)剔除观测数据缺失和异常的公司;(4)为了降低极端值的影响,对所有连续变量在1%和99%水平上进行缩尾处理,最终得到1173家上市公司共5669个观测值,其中本地CEO的样本量为3384,外地CEO样本量为2285。

CEO籍贯数据部分来自国泰安(CSMAR)数据库,部分来自企业年报和公开信息,经手工搜集整理并进行交叉比对。其他数据来自国泰安(CSMAR)数据库和统计年鉴。

(二)变量定义

1.风险承担(*Risltk*)

关于风险承担的衡量指标,主要有盈余波动性(Boubakri et al., 2013)^[2]和股票回报波动性(彭睿等, 2020)^[36]。相比于国外成熟市场,我国股票市场波动性较高。鉴于此,本文参考何瑛等(2019)^[28]的做法,采用盈余波动性来衡量企业风险承担水平。本文使用EBIT波动程度来衡量企业风险承担水平,波动性越大,企业风险承担水平越高,其中EBIT计算方式为息税前利润除以总资产。为减轻不同行业和年度的影响,将公司EBIT减去年度行业均值得到*Adj_EBIT*。由于制造业上市公司较多,对制造业细分至两位代码,其他行业按大类分类。每三年为一个周期($t, t+1, t+2$),分别滚动计算经调整后的EBIT(*Adj_EBIT*)的标准差和极差,将该结果乘以100进行量纲处理,分别得到*Risltk1*和*Risltk2*,以此来衡量企业风险承担水平。

2.外地CEO(*Nlocal*)

鉴于CEO籍贯的数据并未全部披露到具体的市县,本文参考Lai et al.(2019)^[13]和胡珺等(2017)^[29]的做法,以CEO籍贯和企业注册地是否位于同一省来进行衡量。若CEO籍贯与企业注册地不是同一省,则看作该企业拥有外地CEO, *Nlocal*取值为1,否则为0。同时,为了避免采用虚拟变量的模糊性,本文计算CEO籍贯地与工作地之间的地理距离和语言差距作为稳健性的度量。

3.控制和调节变量

本文参考李吉园等(2020)^[32]、严若森和周燃(2021)^[42]

表1 变量定义

变量符号	变量名称	变量说明
Risktk1	风险承担	每三年中经行业年度调整的 EBIT 的标准差乘 100
Risktk2	风险承担	每三年中经行业年度调整的 EBIT 的极差乘 100
Nlocal	外地 CEO	CEO 籍贯与企业注册地不一致, 取值为 1, 否则为 0
SOE	产权性质	企业为国有企业, 取值为 1, 否则为 0
GDP	经济发展	企业注册地 GDP 水平高于年度中位数, 取值为 1, 否则为 0
Innocul	创新文化	企业注册地人均 R&D 经费大于分地区人均 R&D 经费中位数, 取值为 1, 否则为 0
Relcul	宗教文化	企业注册地 100 公里内寺庙数量高于全样本中位数, 取值为 1, 否则为 0
Size	公司规模	期末公司资产的自然对数
Lev	资产负债率	期末负债总额 / 期末资产总额
ROA	资产利润率	净利润 / 期末总资产
Top1	股权集中度	第一大股东持股比例
Indep	独董比例	独立董事人数 / 董事会总人数
Gender	性别	CEO 为男性, 取值为 1, 否则为 0
Age	年龄	CEO 实际年龄的自然对数
Year	年份	年份虚拟变量
Indus	行业	行业虚拟变量

的研究, 控制了企业层面影响因素, 包括规模(Size)、杠杆水平(Lev)、盈利能力(ROA)、股权集中度(Top1)、独董比例(Indep)和产权性质(SOE); 以及CEO个人层面因素, 包括性别(Gender)和年龄(Age)。在异质性分析中, 本文按照产权性质、经济发展、文化环境进行分组。另外, 本文控制了行业和年度效应。本文所涉及的变量定义如表1所示。

(三)模型设定

为了检验假设1, 本文构建如下回归模型:

$$Risktk1(2) = \beta_0 + \beta_1 Nlocal + \beta_2 Size + \beta_3 Lev + \beta_4 ROA + \beta_5 Top1 + \beta_6 Indep + \beta_7 Gender + \beta_8 Age + \beta_9 SOE + \sum \beta_i Year_i + \sum \beta_j Indus_j + \epsilon \quad (1)$$

为了检验假设2, 本文首先删除模型中的产权变量SOE, 然后将企业按产权性质分为国有和非国有企业组, 重新进行回归。为检验假设3、4, 本文按经济发展水平、创新文化和宗教文化环境进行分组, 再按照模型(1)进行回归。此外, 本文还对分样本进行了邹至庄检验(Chow test)。

五、实证结果与分析

(一)描述性统计与相关性分析

表2报告了主要变量的描述性统计结果。从Panel A 全样本看, 企业风险承担Risktk1(Risktk2)的均值和标准

表2 主要变量的描述性统计结果

Panel A: 全样本								
变量	样本量	平均值	标准差	最小值	p25	中位数	p75	最大值
Risktk1	5669	2.962	3.638	0.004	1.004	1.768	3.366	35.050
Risktk2	5669	5.601	6.777	0.007	1.912	3.374	6.410	61.150
Nlocal	5669	0.403	0.491	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
Size	5669	22.220	1.461	19.000	21.140	22.020	23.070	26.710
Lev	5669	0.441	0.213	0.047	0.273	0.437	0.605	0.907
ROA	5669	0.042	0.051	-0.159	0.015	0.039	0.069	0.156
Top1	5669	36.160	15.360	8.700	24.100	34.220	47.660	75.050
Indep	5669	0.376	0.059	0.091	0.333	0.357	0.429	0.800
Gender	5669	0.948	0.222	0.000	1.000	1.000	1.000	1.000
Age	5669	3.903	0.134	3.332	3.829	3.912	3.989	4.317
SOE	5669	0.408	0.492	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
Panel B: 分组样本								
变量	本地 CEO	外地 CEO	平均值之差	t 值				
Risktk1	2.889	3.070	-0.181*	-1.845				
Risktk2	5.470	5.796	-0.326*	-1.777				
Size	22.106	22.395	-0.289***	-7.318				
Lev	0.429	0.458	-0.029***	-5.051				
ROA	0.043	0.039	0.004***	2.986				
Top1	35.646	36.909	-1.263***	-3.040				
Indep	0.374	0.379	-0.005***	-3.426				
Gender	0.947	0.949	-0.002	-0.305				
Age	3.902	3.905	-0.003	-0.858				
SOE	0.397	0.423	-0.025*	-1.912				
样本量	3384	2285						

注: *** 和 * 分别表示在 1% 和 10% 水平下显著。

差分别为2.962(5.601)和3.638(6.777), 可见企业整体风险承担水平不高且不同企业之间存在较大差距。Nlocal的均值为0.403, 表明外地CEO已经占了很大比例。Panel B 报告了外地CEO与本地CEO的分组描述性统计结果。拥有外地CEO的公司风险承担水平Risktk1和Risktk2的均值分别为3.070和5.796, 而拥有本地CEO的公司风险承担水平Risktk1和Risktk2的均值分别为2.889和5.470, 表明外地CEO公司的风险承担水平更高。此外, 两者在公司规模、杠杆水平、盈利能力、股权集中度以及治理结构方面均有显著不同。

(二)外地CEO与风险承担回归分析

本文对前述模型(1)进行回归, 结果如表3所示。第(1)(3)列报告了仅对行业和年度效应进行控制后的回归结果, Risktk1(Risktk2)对外地CEO的回归系数分别为

0.225(0.410), t 值为2.246(2.201), 在5%水平下显著; 第(2)(4)列报告了加入所有控制变量后外地CEO对企业风险承担水平的影响, 外地CEO的回归系数分别为0.232(0.424), t 值为2.466(2.422), 在5%水平下显著。这说明外地CEO显著提升了企业的风险承担水平, 假设H1得到了验证, 拥有外地CEO的企业风险承担水平更高。

控制变量方面, 企业规模($Size$)的回归系数为负, 在1%水平下显著, 说明大企业风险承担水平较低, 经营策略较为保守和谨慎; 股权集中度($Top1$)的回归系数为负, 在1%水平下显著, 说明第一大股东股权较为集中时, 其存在风险厌恶心理; 产权性质(SOE)的回归系数为负, 在1%水平下显著, 说明国有企业对待风险的态度较为保守, 这也与国有企业主要承担国计民生等重要行业的使命有着密不可分的联系。

(三)外地CEO、产权性质与风险承担

本文按产权性质将企业分为国有企业组和非国有企业组, 表4报告了该分组的回归结果。在国有企业组中, $Risktk1$ ($Risktk2$)对外地CEO的回归系数分别为

表3 外地CEO与企业风险承担的回归结果

	$Risktk1$	$Risktk1$	$Risktk2$	$Risktk2$
	(1)	(2)	(3)	(4)
$Nlocal$	0.225** (2.246)	0.232** (2.466)	0.410** (2.201)	0.424** (2.422)
$Size$		-0.521*** (-9.186)		-0.966*** (-9.158)
Lev		1.536*** (3.342)		2.763*** (3.223)
ROA		-15.753*** (-8.834)		-29.470*** (-8.752)
$Top1$		-0.012*** (-3.907)		-0.023*** (-3.967)
$Indep$		0.955 (1.277)		1.810 (1.299)
$Gender$		-0.079 (-0.414)		-0.169 (-0.478)
Age		0.213 (0.622)		0.365 (0.571)
SOE		-0.480*** (-4.304)		-0.891*** (-4.276)
截距项	5.042*** (10.385)	15.397*** (9.398)	9.535*** (10.368)	28.922*** (9.421)
年度	是	是	是	是
行业	是	是	是	是
样本量	5669	5669	5669	5669
调整 R^2	0.040	0.144	0.040	0.145
F 值	13.308	18.633	13.359	18.777

注: 括号中为 t 值, **、* 和 * 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著。下表同。

表4 产权性质、外地CEO与企业风险承担

	$Risktk1$		$Risktk2$	
	(1) 国有企业	(2) 非国有企业	(3) 国有企业	(4) 非国有企业
$Nlocal$	0.218* (1.888)	0.172 (1.279)	0.393* (1.822)	0.325 (1.302)
$Size$	-0.539*** (-7.508)	-0.549*** (-6.045)	-1.004*** (-7.335)	-1.008*** (-6.011)
Lev	1.065 (1.544)	1.876*** (2.947)	1.863 (1.417)	3.379*** (2.865)
ROA	-13.035*** (-5.144)	-17.368*** (-7.115)	-24.343*** (-5.029)	-32.633*** (-7.087)
$Top1$	-0.002 (-0.509)	-0.018*** (-3.760)	-0.006 (-0.758)	-0.032*** (-3.692)
$Indep$	1.557* (1.718)	0.701 (0.642)	2.825* (1.646)	1.419 (0.697)
$Gender$	-0.098 (-0.420)	-0.235 (-0.875)	-0.175 (-0.399)	-0.470 (-0.948)
Age	-0.201 (-0.353)	0.106 (0.240)	-0.383 (-0.358)	0.152 (0.183)
截距项	15.144*** (6.138)	16.809*** (7.118)	28.430*** (6.158)	31.393*** (7.093)
年度	是	是	是	是
行业	是	是	是	是
样本量	2313	3356	2313	3356
调整 R^2	0.168	0.137	0.166	0.138
F 值	13.150	11.292	13.245	11.057
Chow Test	3.29***		3.22***	

表5 地区经济发展水平、外地CEO与企业风险承担

	$Risktk1$		$Risktk2$	
	(1) 高GDP组	(2) 低GDP组	(3) 高GDP组	(4) 低GDP组
$Nlocal$	0.255** (2.564)	0.146 (0.584)	0.472** (2.548)	0.233 (0.498)
$Size$	-0.441*** (-9.754)	-1.026*** (-7.909)	-0.809*** (-9.627)	-1.950*** (-8.045)
Lev	1.008*** (3.116)	3.361*** (4.477)	1.766*** (2.933)	6.172*** (4.402)
ROA	-16.501*** (-15.268)	-10.930*** (-4.445)	-31.119*** (-15.474)	-19.350*** (-4.213)
$Top1$	-0.016*** (-4.652)	0.004 (0.457)	-0.029*** (-4.667)	0.006 (0.365)
$Indep$	0.852 (1.024)	2.144 (1.026)	1.573 (1.016)	4.298 (1.100)
$Gender$	-0.057 (-0.258)	0.031 (0.055)	-0.125 (-0.305)	0.006 (0.006)
Age	0.113 (0.305)	1.364 (1.350)	0.192 (0.278)	2.467 (1.307)
SOE	-0.595*** (-5.052)	-0.213 (-0.720)	-1.117*** (-5.097)	-0.330 (-0.599)
截距项	15.044*** (8.750)	17.293*** (3.846)	28.109*** (8.785)	33.381*** (3.974)
年度	是	是	是	是
行业	是	是	是	是
样本量	4734	935	4734	935
调整 R^2	0.149	0.165	0.150	0.164
F 值	26.051	6.606	26.270	6.539
Chow Test	2.98***		3.06***	

0.218(0.393), t 值为1.888(1.822), 在10%水平下显著;在非国有企业中, 外地CEO的回归系数不显著。邹至庄检验的结果显示, 国有企业和非国有企业组间差距在1%水平下显著, 这支持了假设H2, 说明外地CEO对企业风险承担的促进作用在国有企业中更为明显, 表明外地CEO对企业风险承担的促进作用在委托代理问题较为严重的企业发挥了更好的作用。

(四)外地CEO、经济发展水平与风险承担

本文对企业所在地经济发展水平进行分组, 当企业注册地GDP水平高于年度中位数, 归入高经济发展水平组, 否则, 归入低经济发展水平组。表5报告了该分组的回归结果。在高经济发展水平组, $Risktk1(Risktk2)$ 对外地CEO的回归系数分别为0.255(0.472), t 值为2.564(2.548), 在5%水平下显著为正; 在低经济发展水平组, 外地CEO的回归系数为0.146(0.233), t 值为0.584(0.498), 不显著。这支持了假设H3, 说明外地CEO对企业风险承担的促进作用在经济发达地区更为明显, 表明风险承担需要外部环境的支持。

(五)外地CEO、地区文化环境与风险承担

本文将地区文化环境细分为创新文化和宗教文化两个维度。当企业注册地人均R&D大于分地区人均R&D中位数, 归入高创新文化组, 否则, 归入低创新文化组; 当企业注册地100公里内寺庙数量高于全样本中位数, 归入高宗教文化组, 否则, 归入低宗教文化组。表6报告了该分组的回归结果。结果表明, 在高创新文化和低宗教文化环境的企业中, 外地CEO回归系数为正, 且分别在5%和1%水平下显著; 在低创新文化和高宗教文化环境的企业中回归系不显著。这支持了假设H4a和H4b, 说明外地CEO对企业风险承担的促进作用在高创新文化环境和低宗教文化环境更为明显。

(六)稳健性检验

1.删除浙江、江苏和广东三省样本

样本中的CEO籍贯地聚集于浙江、江苏和广东三个省份, 分别占样本总数的13.86%、11.02%和9.93%。由于CEO籍贯属自愿性披露, 只有大约30%的公司披露了相关信息, 前文的研究结果可能受到CEO籍贯过度集中

表6 地区文化环境、外地CEO与企业风险承担

	Risktk1		Risktk2		Risktk1		Risktk2	
	创新文化				宗教文化			
	(1) 高	(2) 低	(3) 高	(4) 低	(5) 高	(6) 低	(7) 高	(8) 低
<i>Nlocal</i>	0.314** (2.130)	0.099 (0.820)	0.591** (2.181)	0.159 (0.711)	-0.127 (-0.986)	0.382*** (2.887)	-0.235 (-0.974)	0.698*** (2.834)
<i>Size</i>	-0.419*** (-6.672)	-0.615*** (-10.643)	-0.781*** (-4.986)	-1.139*** (-7.911)	-0.371*** (-5.263)	-0.610*** (-7.319)	-0.687*** (-5.196)	-1.131*** (-7.283)
<i>Lev</i>	0.385 (0.812)	2.360*** (6.204)	0.560 (0.420)	4.332*** (3.889)	0.309 (0.563)	2.449*** (3.566)	0.524 (0.509)	4.421*** (3.455)
<i>ROA</i>	-15.400*** (-9.797)	-15.980*** (-12.527)	-28.568*** (-5.099)	-30.100*** (-7.274)	-16.350*** (-6.898)	-15.186*** (-5.939)	-30.795*** (-6.804)	-28.302*** (-5.880)
<i>Top1</i>	-0.015*** (-3.008)	-0.011*** (-2.763)	-0.028*** (-2.956)	-0.021*** (-2.887)	-0.013*** (-3.050)	-0.015*** (-3.140)	-0.024*** (-2.963)	-0.028*** (-3.283)
<i>Indep</i>	0.062 (0.050)	1.323 (1.328)	0.185 (0.081)	2.528 (1.400)	1.469 (1.339)	0.537 (0.522)	2.946 (1.438)	0.910 (0.475)
<i>Gender</i>	0.324 (0.899)	-0.239 (-0.953)	0.588 (0.897)	-0.473 (-1.088)	0.425 (1.350)	-0.527** (-2.238)	0.819 (1.412)	-1.018** (-2.311)
<i>Age</i>	-0.199 (-0.350)	0.209 (0.468)	-0.429 (-0.406)	0.340 (0.420)	0.758* (1.702)	-0.706 (-1.239)	1.401* (1.692)	-1.400 (-1.312)
<i>SOE</i>	-0.653*** (-3.866)	-0.404*** (-2.870)	-1.203*** (-3.323)	-0.758*** (-3.004)	-0.242* (-1.676)	-0.633*** (-3.779)	-0.463* (-1.714)	-1.170*** (-3.723)
截距项	15.686*** (6.241)	16.910*** (7.990)	29.519*** (6.267)	31.862*** (7.840)	9.462*** (4.149)	21.429*** (8.520)	17.557*** (4.109)	40.458*** (8.573)
年度	是	是	是	是	是	是	是	是
行业	是	是	是	是	是	是	是	是
样本量	2254	3415	2254	3415	2718	2951	2718	2951
调整 R^2	0.141	0.160	0.137	0.163	0.134	0.164	0.135	0.163
F 值	12.164	20.752	8.161	12.144	12.385	10.168	12.417	10.304
Chow Test	2.53***		2.50***		2.70***		2.64***	

表7 稳健性检验结果1

	去除浙苏粤样本		替代变量	更换模型方法	更换模型方法
	(1)Risktk1	(2)Risktk2	(3)R&D	(4)Risktk1	(5)Risktk2
<i>Nlocal</i>	0.283** (2.469)	0.518** (2.432)	0.521*** (3.211)	0.232* (1.781)	0.424* (1.755)
<i>Size</i>	-0.536*** (-7.256)	-0.994*** (-7.262)	-0.060 (-0.866)	-0.521*** (-5.598)	-0.966*** (-5.632)
<i>Lev</i>	1.301** (2.063)	2.270* (1.933)	-5.028*** (-9.088)	1.536** (2.039)	2.763* (1.951)
<i>ROA</i>	-16.436*** (-6.937)	-30.507*** (-6.841)	-3.508* (-1.680)	-15.753*** (-4.217)	-29.470*** (-4.171)
<i>Top1</i>	-0.007* (-1.768)	-0.014* (-1.812)	-0.036*** (-6.982)	-0.012** (-2.067)	-0.023** (-2.090)
<i>Indep</i>	1.096 (1.158)	2.109 (1.203)	3.002** (2.571)	0.955 (1.064)	1.810 (1.082)
<i>Gender</i>	-0.017 (-0.067)	-0.058 (-0.124)	1.112*** (4.040)	-0.079 (-0.244)	-0.169 (-0.280)
<i>Age</i>	-0.436 (-0.975)	-0.874 (-1.041)	0.883* (1.941)	0.213 (0.429)	0.365 (0.390)
<i>SOE</i>	-0.419*** (-2.891)	-0.766*** (-2.828)	-0.625*** (-3.106)	-0.480** (-2.418)	-0.891** (-2.366)
截距项	18.206*** (8.501)	34.229*** (8.534)	1.166 (0.538)	15.397*** (7.097)	28.922*** (7.168)
年度	是	是	是	是	是
行业	是	是	是	是	是
样本量	3695	3695	3566	5669	5669
调整 R ²	0.145	0.144	0.278	0.144	0.145
F 值	11.873	12.033	53.074		

于少数省份的干扰。为此，本文剔除CEO籍贯地为浙江、江苏和广东省份的样本，并重新按照模型(1)回归。表7第(1)(2)列报告了剔除样本后的回归结果：在剔除了浙江、江苏和广东样本后，样本量减少为3695个，外地CEO的回归系数为0.283(0.518)，仍然在5%水平下显著，表明本文结果是稳健的。

2. 替换衡量指标和方法

创新收益依赖于很多未来不可预期的状况，创新投资具有较高失败率，企业创新活动具有高风险等特征。因此，本文使用企业创新投入(R&D)来衡量企业风险承担水平，R&D的度量采用当年创新支出与营业收入的比值。表7第(3)列报告了该回归结果，创新投入(R&D)对外地CEO(*Nlocal*)的回归系数为0.521，*t*值为3.211，在1%水平下显著，表明外地CEO会促进创新投入这一高风险活动，可以有效提高企业风险承担水平。在表7第(4)(5)列中，本文按照公司个体和时间两个维度进行聚类调整，结果依然稳健。

为了避免虚拟变量的模糊性，本文计算CEO籍贯地与工作地之间的距离作为稳健性的度量。为了更精确地

表8 稳健性检验结果2

	<i>Risktk1</i>	<i>Risktk2</i>	<i>Risktk1</i>	<i>Risktk2</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Distance</i>	0.023** (2.125)	0.042** (2.090)		
<i>Dialect</i>			0.065* (1.723)	0.122* (1.748)
<i>Size</i>	-0.499*** (-7.481)	-0.924*** (-7.495)	-0.567*** (-9.565)	-1.051*** (-9.540)
<i>Lev</i>	1.517*** (2.617)	2.705** (2.505)	1.752*** (3.713)	3.164*** (3.591)
<i>ROA</i>	-16.348*** (-7.417)	-30.446*** (-7.329)	-16.274*** (-8.871)	-30.464*** (-8.795)
<i>Top1</i>	-0.008** (-2.207)	-0.016** (-2.320)	-0.011*** (-3.289)	-0.020*** (-3.363)
<i>Indep</i>	1.223 (1.460)	2.161 (1.388)	1.071 (1.381)	2.027 (1.401)
<i>Gender</i>	-0.390* (-1.767)	-0.729* (-1.784)	-0.265 (-1.348)	-0.520 (-1.423)
<i>Age</i>	0.196 (0.514)	0.333 (0.464)	0.448 (1.248)	0.823 (1.230)
<i>SOE</i>	-0.550*** (-4.110)	-1.036*** (-4.151)	-0.533*** (-4.652)	-0.994*** (-4.644)
截距项	15.580*** (8.334)	29.354*** (8.338)	15.429*** (9.176)	28.883*** (9.172)
年度	是	是	是	是
行业	是	是	是	是
样本量	4169	4169	5395	5395
调整 R ²	0.147	0.146	0.155	0.155
F 值	13.789	14.084	18.764	18.963

衡量企业所在地与CEO籍贯之间的地理距离，本文收集企业所在地与CEO籍贯所在地的地级市行政中心的经纬度，并在此基础上求得距离(*Distance*)。然后，重新按照前述模型(1)进行回归，结果如表8第(1)(2)列所示。可以发现，企业所在地与CEO籍贯所在地越远，企业风险承担水平越高。

此外，本文也用方言差距作为稳健性的度量。中国有统一的汉字，但“南腔北调”的方言为研究提供了独特的场景，方言(*Dialect*)一定程度上是区分本外地人的重要途径。本文将获取CEO籍贯地与企业注册地之间的语言差距作为本外地CEO的替代性衡量指标进行稳健性检验。方言可以被分为“汉语-方言大区-方言区-方言片”四个层级。借鉴蔡宁(2019)^[23]的研究，采用方言片作为基本研究单位。方言距离赋值方法如下：若CEO籍贯地与企业注册地方言为同一方言片，赋值为0；若CEO籍贯地与企业注册地方言为同一方言区但不同方言片时，赋值为1；若CEO籍贯地与企业注册地方言为同一方言大区但不同方言区时，赋值为2；若CEO籍贯地与企业注册

地方言为不同方言大区时，赋值为3。赋值越大，代表CEO籍贯地与企业注册地方言差异越大，表明文化差异越大，越是异乡人。在此基础上，重新按照前述模型(1)进行回归，结果如表8第(3)(4)列所示。可以发现，CEO籍贯地与企业注册地方言差异越大，企业风险承担水平越高。

3. Heckman两阶段模型

由于企业风险承担受到多种因素的影响，且样本分组的均值检验表明两组样本(外地CEO和本地CEO的样本组)之间确实存在差异，因此，样本可能存在选择偏差问题，即某些因素既影响企业风险承担水平又影响其是否选择外地CEO。针对可能存在的样本选择偏差问题，本文采用Heckman两阶段模型进行稳健性检验。

第一阶段中，首先建立CEO选择模型(2)，采用Probit回归以获取逆米尔斯比率(*Imr*)。在模型(2)中，被解释变量为企业是否拥有外地CEO(*Nlocal*)，解释变量为企业注册地所在省份的211大学数量(*Univ*)、同年度同行业其他公司聘任外地CEO的比率(*MNlocal*)和主回归模型中的全部控制变量。企业注册地211大学数量(*Univ*)和其他公司聘任外地CEO的比率(*MNlocal*)会影响企业是否选择外地CEO，但不会影响该企业风险承担水平。高校毕业生会优先考虑将学校所在地作为就业地，而高校学生来自全国各地，211大学数量亦会影响该地区的对外交流强度，从而增加企业聘用外地CEO的概率，但不会影响企业的风险承担水平。

$$\text{Probit}(Nlocal=1 | X) = \Phi(\beta_0 + \beta_1 Univ + \beta_2 MNlocal + \beta_3 Size + \beta_4 Lev + \beta_5 ROA + \beta_6 Top1 + \beta_7 Indep + \beta_8 Gender + \beta_9 Age + \beta_{10} SOE + \sum \beta_i Year_i + \sum \beta_j Indus_j) \quad (2)$$

第二阶段中，将第一阶段回归中获取的逆米尔斯比率(*Imr*)代入模型(1)进行估计，以克服样本选择偏差问题，由此得到模型(3)：

$$Risktk1(2) = \beta_0 + \beta_1 Nlocal + \beta_2 Size + \beta_3 Lev + \beta_4 ROA + \beta_5 Top1 + \beta_6 Indep + \beta_7 Gender + \beta_8 Age + \beta_9 SOE + \beta_{10} Imr + \sum \beta_i Year_i + \sum \beta_j Indus_j + \varepsilon \quad (3)$$

表9报告了Heckman两阶段回归结果。第一阶段回归结果中，211大学数量和其他公司聘任外地CEO的比率均在1%水平下显著影响企业是否选择外地CEO，符合外生变量相关性要求。第二阶段回归中，风险承担对外地CEO的回归系数均在5%水平下显著，且逆米尔斯比率

表9 Heckman 两阶段回归结果

	第一阶段	第二阶段	
	(1) <i>Nlocal</i>	(2) <i>Risktk1</i>	(3) <i>Risktk2</i>
<i>Univ</i>	0.040*** (14.895)		
<i>MNlocal</i>	-1.742*** (-6.667)		
<i>Nlocal</i>		0.224** (2.323)	0.412** (2.295)
<i>Size</i>	0.015 (0.938)	-0.524*** (-9.172)	-0.971*** (-9.139)
<i>Lev</i>	0.332*** (2.874)	1.533*** (3.337)	2.761*** (3.222)
<i>ROA</i>	-0.830** (-2.174)	-15.691*** (-8.793)	-29.378*** (-8.711)
<i>Top1</i>	0.001 (0.940)	-0.012*** (-3.870)	-0.023*** (-3.922)
<i>Indep</i>	0.834*** (2.833)	0.906 (1.161)	1.740 (1.200)
<i>Gender</i>	-0.014 (-0.178)	-0.075 (-0.395)	-0.163 (-0.460)
<i>Age</i>	-0.198 (-1.498)	0.228 (0.662)	0.388 (0.605)
<i>SOE</i>	-0.049 (-1.187)	-0.475*** (-4.287)	-0.883*** (-4.262)
<i>Imr</i>		-0.092 (-0.381)	-0.133 (-0.301)
截距项	-0.404 (-0.655)	15.554*** (9.103)	29.143*** (9.108)
年度	是	是	是
行业	是	是	是
样本量	5666	5666	5666
准/调整 <i>R</i> ²	0.0566	0.144	0.145
<i>Chi2/F</i> 值	420.64	18.111	18.242

(*Imr*)不显著。这表明前文结果是可信的，没有受到样本选择偏差的影响。

4. 倾向得分匹配(PSM)

外地CEO与企业风险承担之间可能存在反向因果关系，具体表现为外地CEO会促进企业风险承担，同时风险承担较高的企业也可能更倾向于聘任外地CEO。为了更好的考察外地CEO与风险承担之间的关系，本文对控制组和对照组进行了倾向得分匹配，以保证两组样本之间的可比性。本文采用模型(1)中所有控制变量作为协变量进行Logit回归并计算倾向得分值，依据倾向得分值在实验组和对照组之间进行近邻匹配，并再次代入模型(1)进行回归。

表10报告了样本匹配的结果。可以看到，样本匹配前，拥有外地CEO的实验组和拥有本地CEO的对照组，在观测变量上有着较大差异。匹配后的实验组和对照组

表 10 倾向得分匹配 (PSM) 匹配结果

	匹配前平均值		t 值	匹配后平均值		t 值
	实验组	对照组		实验组	对照组	
Size	22.395	22.106	7.32***	22.123	22.150	-0.63
Lev	0.458	0.429	5.05***	0.437	0.440	-0.45
ROA	0.039	0.043	-2.99***	0.040	0.041	-0.74
Top1	36.909	35.646	3.04***	35.853	35.381	0.98
Indep	0.379	0.374	3.43***	0.374	0.374	-0.24
Gender	0.949	0.947	0.31	0.946	0.945	0.15
Age	3.905	3.902	0.86	3.902	3.904	-0.46
SOE	0.423	0.398	1.91**	0.390	0.396	-0.36

表 11 倾向得分匹配 (PSM) 回归结果

	Risltk1	Risltk2
Nlocal	0.235** (2.290)	0.432** (2.269)
Size	-0.430*** (-6.314)	-0.792*** (-6.308)
Lev	1.382*** (2.700)	2.427** (2.570)
ROA	-16.863*** (-8.535)	-31.488*** (-8.525)
Top1	-0.010*** (-2.863)	-0.020*** (-2.892)
Indep	1.115 (1.210)	2.080 (1.213)
Gender	-0.051 (-0.251)	-0.123 (-0.326)
Age	0.099 (0.260)	0.158 (0.222)
SOE	-0.536*** (-4.362)	-0.994*** (-4.354)
截距项	13.483*** (7.013)	25.271*** (7.031)
年度	是	是
行业	是	是
样本量	4655	4655
调整 R ²	0.140	0.141
F 值	12.952	13.069

间基本不存在统计意义上的差异,表明倾向得分匹配效果较好,匹配后的观测变量在实验组和对照组间分布较为均匀,实验组和对照组间差异问题得到缓解。

表11报告了匹配后的回归结果。风险承担Risltk1 (Risltk2)对外地CEO的回归系数分别为0.235和0.432,都在5%水平下显著,进一步验证了前文结果。

5. 双重差分法(DID)

为进一步缓解内生性问题,本文以CEO变更事件进行双重差分检验。将CEO变更当年及前后一年的数据作为测试数据,将CEO变更前一年的样本设置Post=0,变

表 12 基于 CEO 变更事件的双重差分法 (DID)

	Risltk1	Risltk2
Treat	0.245 (0.180)	0.431 (0.170)
Post	-0.417 (-0.274)	-0.734 (-0.258)
Treat×Post	3.164** (2.003)	5.944** (2.015)
Size	0.673* (1.730)	1.226* (1.688)
Lev	-4.231* (-1.829)	-8.126* (-1.881)
ROA	-30.763*** (-3.844)	-55.474*** (-3.712)
Top1	-0.088*** (-2.809)	-0.166*** (-2.843)
Indep	-17.654*** (-3.208)	-32.283*** (-3.141)
Gender	0.560 (0.362)	1.044 (0.362)
Age	0.146 (0.044)	0.508 (0.081)
SOE	-2.719*** (-3.416)	-4.882*** (-3.285)
截距项	4.221 (0.268)	7.601 (0.258)
行业	是	是
年度	是	是
样本量	99	99
调整 R ²	0.657	0.642
F 值	7.464	7.069

更当年及后一年的样本设置为Post=1。以公司CEO变更作为外生事件,将处理组界定为由本地CEO变更为外地CEO的样本,设置Treat=1,将控制组界定为变更前后均为本地CEO的样本,设置Treat=0。由于CEO变更且变更前后均披露CEO籍贯的数据较少,故本部分样本量显著减少,其中处理组78个,控制组21个。回归结果如表12所示。Treat×Post的系数显著为正,表明本地CEO变更为外地CEO后,企业风险承担水平提升了。因此,基于CEO变更事件的双重差分结果进一步证实外地CEO可提升企业风险承担水平。

六、进一步研究

(一)渠道机制

1. 外地CEO—提升内部监督水平—风险承担水平

外地CEO在当地没有复杂的关系,可以避免家乡偏差,发挥更好的监督作用,可以通过提升治理水平来提升风险承担水平。借鉴费盛康和余配琨(2010)^[26]的研究,

表 13 外地 CEO、内部监督水平与风险承担

	<i>Embezzle</i>	<i>Risktk1</i>	<i>Risktk2</i>
	(1)	(2)	(3)
<i>Nlocal</i>	-0.004*** (-3.361)	0.212** (2.274)	0.388** (2.240)
<i>Embezzle</i>		-4.492*** (-2.643)	-7.866** (-2.518)
<i>Size</i>	0.006*** (6.928)	-0.493*** (-8.980)	-0.917*** (-8.870)
<i>Lev</i>	-0.072*** (-10.997)	1.211*** (2.706)	2.195*** (2.590)
<i>ROA</i>	-0.051*** (-2.683)	-15.982*** (-8.985)	-29.871*** (-8.878)
<i>Top1</i>	0.000 (1.601)	-0.012*** (-3.798)	-0.022*** (-3.864)
<i>Indep</i>	-0.016 (-1.603)	0.883 (1.182)	1.684 (1.210)
<i>Gender</i>	0.011*** (3.234)	-0.029 (-0.153)	-0.082 (-0.233)
<i>Age</i>	0.004 (0.916)	0.233 (0.679)	0.400 (0.624)
<i>SOE</i>	-0.010*** (-5.941)	-0.526*** (-4.626)	-0.971*** (-4.573)
截距项	-0.138*** (-5.384)	14.775*** (9.085)	27.832*** (9.095)
年度	是	是	是
行业	是	是	是
样本量	5669	5669	5669
调整 R ²	0.120	0.148	0.147
F 值	13.715	18.363	18.464
Sobel Z 值		2.638***	2.569***

本文采用大股东占款率(*Embezzle*)衡量企业内部监督水平。关于中介效应检验的方法,本文采用最常见的逐步检验法。第一步,参见主回归的结果;第二步,如表13第(1)列报告的外地CEO对大股东占款率的回归结果,可以发现,外地CEO有效抑制了大股东占用公司资金;第三步,如表13第(2)(3)列报告的资金占用对风险承担的回归结果,可以发现,资金占用与企业风险承担呈负相关关系。这也表明外地CEO可以通过提升内部监督水平来促进企业风险承担水平的提升。外地CEO缓解大股东占款,增加了企业资源的利用效率。风险承担亦是一项资源消耗性活动,外地CEO对资源的有效利用促进了其对风险承担水平的提升。

2. 外地CEO—减轻社会性负担—风险承担水平

中国特殊的商事制度和大政府的制度背景决定了企业承担着一定的社会性负担(*Burden*)。胡宁和靳东鲁(2018)^[30]利用ST制度场景,从社会性负担的视角阐释了转型经济中政府与企业的互动关系,发现社会性负担

表 14 外地 CEO、社会性负担与风险承担

	<i>Burden</i>	<i>Risktk1</i>	<i>Risktk2</i>
	(1)	(2)	(3)
<i>Nlocal</i>	-0.101*** (-3.358)	0.136 (1.497)	0.250 (1.472)
<i>Burden</i>		-0.111** (-2.164)	-0.209** (-2.223)
<i>Size</i>	-0.186*** (-13.119)	-0.476*** (-9.317)	-0.888*** (-9.220)
<i>Lev</i>	-0.567*** (-6.156)	1.061*** (2.619)	1.916** (2.500)
<i>ROA</i>	-1.837*** (-6.512)	-16.160*** (-9.588)	-30.375*** (-9.444)
<i>Top1</i>	-0.004*** (-3.410)	-0.013*** (-4.440)	-0.024*** (-4.439)
<i>Indep</i>	-0.463* (-1.856)	0.758 (1.028)	1.458 (1.057)
<i>Gender</i>	0.089 (0.967)	-0.067 (-0.351)	-0.140 (-0.398)
<i>Age</i>	0.196* (1.730)	0.307 (0.911)	0.558 (0.887)
<i>SOE</i>	-0.013 (-0.335)	-0.440*** (-3.982)	-0.823*** (-3.973)
截距项	3.257*** (5.976)	14.324*** (8.913)	26.967*** (8.944)
年度	是	是	是
行业	是	是	是
样本量	5576	5576	5576
调整 R ²	0.137	0.141	0.142
F 值	21.919	18.567	18.584
Sobel Z 值		2.095**	2.111**

显著提升了企业未来面临财务困境的概率,表现出市场竞争下的“优胜劣汰”。相比于本地CEO,外地CEO可以避开很多人情干扰,减少社会性负担,在节约成本的同时又完成了人员优化,让企业轻装上阵来促进企业风险承担水平的提升。借鉴曾庆生和陈信元(2006)^[46]的研究,本文采用超额雇员率来衡量企业的社会性负担,并假设超额雇员率是外地CEO与企业风险承担水平之间的渠道机制。表14列(1)报告了外地CEO与社会性负担之间的回归结果,外地CEO可以显著降低企业社会性负担;列(2)(3)报告了社会负担对风险承担的回归结果,可以发现,社会负担与企业风险承担呈负相关关系,并且都在5%水平下显著。这表明企业可以通过减少社会负担来提升企业风险承担水平。

(二)经济后果

前文证实了外地CEO对企业风险承担具有促进作用,那么随之而来的问题是,外地CEO与企业价值之间的关系是什么?为此,本文构建模型(4):

表 15 外地 CEO、风险承担与企业价值

	TobinQ	TobinQ
	(1)	(2)
<i>Nlocal</i>	0.082** (2.062)	0.080** (1.980)
<i>Risrktk1</i>	0.045*** (7.337)	
<i>Risrktk2</i>		0.024*** (7.290)
<i>Nlocal</i> × <i>Risrktk1</i>	0.024* (1.916)	
<i>Nlocal</i> × <i>Risrktk2</i>		0.013** (1.967)
<i>Size</i>	-0.362*** (-22.109)	-0.362*** (-22.095)
<i>Lev</i>	0.028 (0.238)	0.031 (0.267)
<i>ROA</i>	5.095*** (11.403)	5.097*** (11.377)
<i>Top1</i>	-0.005*** (-4.753)	-0.005*** (-4.737)
<i>Indep</i>	0.955*** (3.697)	0.956*** (3.700)
<i>Gender</i>	-0.061 (-0.946)	-0.060 (-0.932)
<i>Age</i>	0.236** (2.182)	0.237** (2.191)
<i>SOE</i>	0.153*** (4.550)	0.153*** (4.543)
截距项	7.975*** (15.185)	7.971*** (15.174)
年度	是	是
行业	是	是
样本量	5477	5477
调整 R ²	0.382	0.382
F 值	56.755	56.696

$$TobinQ = \beta_0 + \beta_1 Nlocal + \beta_2 Risktk + \beta_3 Nlocal \times Risktk + \beta_4 Size + \beta_5 Lev + \beta_6 ROA + \beta_7 Top1 + \beta_8 Indep + \beta_9 Gender + \beta_{10} Age + \beta_{11} SOE + \sum \beta_i Year_i + \sum \beta_j Indus_j + \varepsilon \quad (4)$$

其中TobinQ为公司市值/资产总额，用来衡量企业价值；其他变量的定义同表1。由于企业价值(TobinQ)数据存在缺失，故观测值减少为5477个。表15报告了企业价值对外地CEO、风险承担的回归结果。*Nlocal*、*Risrktk*和两者的交乘项*Nlocal*×*Risrktk*的回归系数均正向显著。这一结果表明，拥有外地CEO的企业可以提高风险承担水平进而提高了公司价值。

七、结论与启示

本文以2008—2018年沪深A股上市公司为样本，基于场所依赖理论、烙印理论和文化差异的“学习互补”效应假说，实证检验了外地CEO对企业风险承担水平的影响。结果表明，外地CEO能有效提升企业风险承担水平。在考察了产权性质、经济发展、地区文化环境的异质性影响后，本文发现外地CEO对企业风险承担水平的促进作用在国有企业、经济发达地区、高创新文化和低宗教文化地区更为显著。在进行一系列稳健性检验后，结论依然不变。进一步的机制分析发现，提高内部监督水平、抑制社会性负担可能是外地CEO提升企业风险承担水平的重要机制。外地CEO可以避免“家乡偏差”和人情干扰，发挥更好的监督作用。在经济后果方面，拥有外地CEO可以提高企业风险承担水平，进而提高公司价值。

本文以外地CEO为切入点，从CEO籍贯异质性的角度研究了企业风险承担水平的影响因素，拓展了高管特质和风险承担相关领域的研究文献，具有一定的理论和现实意义。本文启示如下：

第一，鉴于外地CEO可以打破本土“人情困境”，提升企业风险承担水平并提升企业价值，上市公司要注重外来高管对促进企业治理变革的作用，不断完善人才选拔和培育制度，打造更具活力和创新意识的管理团队。第二，外地CEO在企业推动的变革会受到企业所在地文化环境的深刻影响，上市公司应更有针对性地进行管理和引导，培育健康向上的企业文化，真正做到“学习互补”，让外来的和尚念好经。第三，各地政府应当充分意识到引进人才对提高企业风险承担水平的作用，推动企业积极合理地参与创新研发，助力行业技术创新和经济高质量发展。 ■

[基金项目：浙江省哲学社会科学规划新兴(交叉)学科重大课题“新冠疫情背景下数字化助力民营企业纾困的机制与对策研究”(项目编号：21XXJC03ZD)、国家自然科学基金项目“社会关系网络、外部治理环境与企业并购行为”(项目编号：71602178)]

参考文献：

[1] Bai X, Tsang E, Xia W. Domestic versus foreign listing: does a CEO's educational experience matter?[J]. Journal of Business Venturing, 2020, 35(1): 1-30.

[2] Boubakri N, Cosset J C, Saffar W. The role of state and foreign owners in corporate risk-taking: evidence from privatization[J]. Journal of Financial Economics, 2013, 108(3): 641-658.

- [3] Choi S, Jung H, Kim D. War-experienced CEOs and corporate policies: evidence from the Korean War[J]. *Emerging Markets Review*, 2020, 47(1): 1-19.
- [4] Faccio M, Marchica M, Mura R. Large shareholder diversification and corporate risk-taking[J]. *Review of Financial Studies*, 2011, 24(11): 3601-3641.
- [5] Fullilove M T. Psychiatric implications of displacement: contributions from the psychology of place[J]. *American Journal of Psychiatry*, 1996, 153(12): 1516-1523.
- [6] Giannetti M, Liao G, Yu X. The brain gain of corporate boards: evidence from China[J]. *Journal of Finance*, 2015, 70(4): 1629-1682.
- [7] Hambrick D C, Mason P A. Upper Echelons: the organization as a reflection of its top managers[J]. *Academy of Management Review*, 1984, 9(2): 193-206.
- [8] Hilary G, Hui K W. Does religion matter in corporate decision making in America?[J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 93(3): 455-473.
- [9] Hu J, Li A, Luo Y. CEO early life experiences and cash holding: evidence from China's great famine[J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2019, 57(10): 1-16.
- [10] Jiang F, Qian Y, Yonker S E. Hometown biased acquisitions[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2018, 54(1): 1-68.
- [11] John K, Litov L, Yeung B. Corporate governance and risk-taking[J]. *Journal of Finance*, 2008, 63(4): 1679-1728.
- [12] Kong D, Pan Y, Tian G G, Zhang P. CEOs' hometown connections and access to trade credit: evidence from China[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2020, (62): 101574.
- [13] Lai S, Li Z, Yang Y G. East, west, home's best: do local CEOs behave less myopically?[J]. *Accounting Review*, 2019, 95(2): 227-255.
- [14] Malmendier U, Tate G, Yan J. Overconfidence and early-life experiences: the impact of managerial traits on corporate financial policies[J]. *Journal of Finance*, 2011, 66(5): 1687-1733.
- [15] Ren S, Cheng Y, Hu Y, Yin C. Feeling right at home: hometown CEOs and firm innovation[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2021, 66(12): 101815.
- [16] Scannell L, Gifford R. Defining place attachment: a tripartite organizing framework[J]. *Journal of Environmental Psychology*, 2010, 30(1): 1-10.
- [17] Vermeulen F, Barkema H. Learning through acquisitions[J]. *Academy of Management Journal*, 2001, 44(3): 457-476.
- [18] Wang C J. Board size and firm risk-taking[J]. *Review of Quantitative Finance & Accounting*, 2012, 38(4): 519-542.
- [19] Wang L, Su Z Q, Fung H G, Jin H M, Xiao Z. Do CEOs with academic experience add value to firms? evidence on bank loans from Chinese firms[J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2021, 67(3): 101534.
- [20] Wright P, Ferris S P, Sarin A, Awasthi V. Impact of corporate insider, blockholder, and institutional equity ownership on firm risk taking[J]. *Academy of Management Journal*, 1996, 39(2): 441-458.
- [21] Yang C, Xia X, Li Y, Zhao Y, Liu S. CEO financial career and corporate innovation: evidence from China[J]. *International Review of Economics & Finance*, 2021, 74(3): 81-102.
- [22] Yonker S E. Do managers give hometown labor an edge?[J]. *Review of Financial Studies*, 2017, (10): 3581-3604.
- [23] 蔡宁. 文化差异会影响并购绩效吗——基于方言视角的研究[J]. *会计研究*, 2019, (7): 43-50.
- [24] 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]. *管理世界*, 2018, 34(5): 107-119.
- [25] 杜兴强, 寒薇, 曾泉, 常莹莹. 宗教影响、控股股东与过度投资: 基于中国佛教的经验证据[J]. *会计研究*, 2016, (8): 50-57.
- [26] 费盛康, 余佩琨. 中国上市企业外籍高管的监督作用研究[J]. *南开管理评论*, 2010, 13(2): 16-22.
- [27] 龚晓叶, 李颖. 金融科技对普惠金融“悖论”的影响——基于中国银行业风险承担水平的证据[J]. *证券市场导报*, 2020, (9): 33-43.
- [28] 何瑛, 于文蕾, 杨棉之. CEO复合型职业经历、企业风险承担与企业价值[J]. *中国工业经济*, 2019, (9): 155-173.
- [29] 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]. *管理世界*, 2017, (3): 76-94.
- [30] 胡宁, 靳庆鲁. 社会性负担与公司财务困境动态——基于ST制度的考察[J]. *会计研究*, 2018, (11): 28-35.
- [31] 雷光勇, 邵悦, 章红霞. 高管异地工作与企业创新[J]. *外国经济与管理*, 2020, 42(12): 44-55.
- [32] 李吉团, 邓英雯, 张敏. 本地CEO与企业避税: 家乡认同还是寻租?[J]. *会计研究*, 2020, (7): 119-130.
- [33] 刘斌平, 钟君煜, 赵伟捷. 风险投资对企业风险承担的影响研究[J]. *科研管理*, 2022, 43(8): 109-118.
- [34] 吕文栋, 刘巍, 何威风. 管理者异质性与企业风险承担[J]. *中国软科学*, 2015, (12): 120-133.
- [35] 马永强, 邱煜. CEO贫困出身、薪酬激励与企业风险承担[J]. *经济与管理研究*, 2019, 40(1): 97-114.
- [36] 彭睿, 蔡好东, 亚琨. 国有企业归核化与风险承担[J]. *会计研究*, 2020, (7): 104-118.
- [37] 瞿蛟蛟, 赵宜莹, 赵曙明. 国企员工组织政治知觉下的行为选择——基于中国政治文化-人情社会内洽情境的整合性解释[J]. *管理世界*, 2021, 37(8): 143-162.
- [38] 申丹琳. 社会信任与企业风险承担[J]. *经济管理*, 2019, 41(8): 147-161.
- [39] 宋建波, 文雯, 王德宏. 海归高管能促进企业风险承担吗——来自中国A股上市公司的经验证据[J]. *财贸经济*, 2017, 38(12): 111-126.
- [40] 王满, 陈珍红, 马影. 实际控制人境外居留权与企业风险承担——来自A股上市民营公司的经验证据[J]. *财经论丛*, 2021, (9): 71-81.
- [41] 吴义刚, 荣兆梓. 地区创业氛围及其作用机理——一个族群水平的创业分析架构[J]. *经济理论与经济管理*, 2011, (5): 98-105.
- [42] 严若森, 周燃. 外地CEO与企业创新投入: 文化的影响[J]. *经济管理*, 2021, 43(2): 139-156.
- [43] 杨瑞龙, 王元, 聂辉华. “准官员”的晋升机制: 来自中国央企的证据[J]. *管理世界*, 2013, (3): 23-33.
- [44] 余明桂, 李文贵, 潘红波. 民营化、产权保护与企业风险承担[J]. *经济研究*, 2013, 48(9): 112-124.
- [45] 张敏, 马黎珺, 张雯. 企业慈善捐赠的政企纽带效应——基于我国上市公司的经验证据[J]. *管理世界*, 2013, (7): 163-171.
- [46] 曾庆生, 陈信元. 国家控股、超额雇员与劳动力成本[J]. *经济研究*, 2006, (5): 74-86.
- [47] 周彬蕊, 刘锡良, 张琳. 货币政策冲击、金融市场化改革与企业风险承担[J]. *世界经济*, 2017, 40(10): 93-118.
- [48] 祝继高, 叶康涛, 严冬. 女性董事的风险规避与企业投资行为研究——基于金融危机的视角[J]. *财贸经济*, 2012, (4): 50-58.

(责任编辑: 李赫扬)