



CEO 金融背景对企业风险承担水平的影响研究

杜勇 郭兴

摘要: 文章就 CEO 金融背景对企业风险承担水平的影响进行研究, 并分析产权性质、分析师关注及 CEO 持股对 CEO 金融背景与企业风险承担水平的关系的调节效应。实证结果表明, CEO 金融背景显著提高了企业的风险承担水平; 相较于国有企业, 非国有企业中具有金融背景的 CEO 更能提高企业的风险承担水平; 分析师关注越低, 具有金融背景的 CEO 对企业风险承担水平的提升效果越明显。相较于具有金融背景且未持有公司股票的 CEO, 具有金融背景且持有公司股票的 CEO 更能提高企业风险承担水平。本文的研究结论为帮助企业通过适度引入具有金融背景的 CEO 和完善股权激励政策及业绩考核机制等措施来提高风险承担水平提供启示。

关键词: 金融背景 风险承担 烙印理论 股权激励

一、问题的提出

当今世界正经历百年未有之大变局, 国内外形势严峻复杂, 国际贸易争端摩擦不断, 国内来自各方面的风险挑战明显增多。党的二十大报告中明确提出, “推动经济高质量发展是全面建设社会主义现代化强国的首要任务”。在全球经济发展深层次矛盾凸显的今天, 挑战往往也伴随着机遇, 要想在危机中育先机、于变局中开新局, 防范化解我国经济领域的重大风险是一个重要的手段。而防范化解我国经济领域的

重大风险落实到微观层面, 就是提高每个企业承担风险的意愿和能力 (池国华和徐晨阳, 2019)。

风险承担是企业在进行投资决策时, 对于所承担的风险和预期获得的收益的选择与倾向 (Boubakri et al., 2013), 换句话说, 企业风险承担是指企业对于风险高但收益大的项目的投资意愿和能力。现有的文献研究表明, 企业风险承担能够提升企业的经营业绩、资源配置、创新能力和价值水平 (Hilary & Hui, 2009; Runyan et al.,

杜勇, 西南大学经济管理学院教授、博士生导师; 郭兴, 重庆工商大学会计学院。

基金项目: 2023 年度重庆市社会科学规划项目“西部陆海新通道建设”重大项目“西部陆海新通道沿线物流跨部门数字化协同监管体系研究”(2023ZDLH13)、重庆市教育科学“十四五”规划 2023 年度重大课题“重庆教育数字化转型实践路径研究”(K23YA2020002)、重庆教委科学技术研究项目 2023 年重点项目“工业互联网推动重庆市制造企业数字化转型的动力机制与制度创新研究”(KJZD-K202300201)。



2008；余明桂等，2013)。但一味追求过高的风险承担也可能导致企业并购失败、业绩下滑，增加企业的财务风险。(Mishina et al., 2010；Zhang et al., 2008；陆瑶和胡江燕，2014)。正是由于风险承担对企业的发展至关重要，大量的学者也研究了究竟哪些因素会影响企业的风险承担，梳理文献发现，这些影响因素大致可以划分为外部和内部两个方面。外部因素包括国家的宏观经济制度、外部治理环境、宗教信仰文化等；内部因素包括产权性质和股权结构、高管薪酬激励和管理者个人特征等。虽已有学者注意到管理者自身特征对企业风险承担水平的影响，但仅从管理者年龄、性别、学历、从军经历、海外经历等方面进行了探索，未考虑高管金融背景对企业风险承担水平的影响。金融行业具有工作压力大、运作模式特殊等鲜明的行业特征，与其他行业经历相比，金融从业经历对管理者个人的行为方式影响会更为深刻（杜勇等，2019），并且会对高管未来的行为决策产生持续影响，这恰好与烙印理论相吻合。同时，CEO是企业的决策者，掌控着企业的发展方向，对企业的风险承担水平起着决定性作用，因此，本文基于烙印理论的视角聚焦于CEO金融背景对企业风险承担水平的影响研究。

二、理论分析与假说

（一）CEO金融背景与企业风险承担水平

烙印理论指出，在外界环境变更的

敏感期，处于敏感期内的个体会清晰地感受到这种变化，并形成与之相适应的“印记”，而这些“印记”具有较强的稳定性，始终伴随个体存在，从而持续影响个体的未来行为决策（Mathias et al., 2015）。由于烙印理论的条件相对容易产生，烙印理论的应用逐步从生物学领域开始拓展到其他领域。金融行业工作强度大，CEO长期处于高压环境之中，其认知、能力及资源范围可以得到快速提升，与其他行业经历相比，管理者具有金融业的从业经历对其个人的行为方式影响更为深刻，并对CEO留有“印记”，影响其风险认知与思维方式，进而对CEO未来的行为决策产生持续影响。

首先，CEO金融背景使得CEO的风险喜好度强。长期处于这种高风险的环境下，CEO对于风险的态度也从一开始的规避谨慎转变为泰然自若，使其形成深刻的“风险认知印记”，即使在离开金融业以后，CEO面对企业投资风险时的态度仍然与之前保持一致，在进行投资决策时，往往能够更为理智清晰地做出反应。已有研究也表明，具有金融背景的CEO凭借自身对金融投资的了解，能够快速识别风险并快速找到应对之法，其投资行为会更大胆，对风险具有较高的承受力（杜勇等，2019）。依据高层梯队理论，CEO是企业投资行为的关键决策者，其如何看待风险会直接影响企业的风险承担，因此，CEO能够容忍风险存在，会提升企业的风险承担水平。

其次，具有金融背景的CEO所掌握金



融相关知识更为系统, 风险评估能力更强。一方面, 金融行业节奏快、压力大, 在这种高压环境的磨练下, 从业人员能够快速获得甄别和处理信息的能力、风险评估能力, 相较没有金融背景的 CEO, 具有金融背景的 CEO 对风险的敏锐度更高, 在进行投资决策时, 更可能准确分析各个投资项目的利弊。另一方面, CEO 过去的金融业从业经历使其专业知识更为扎实, 对企业的运作模式理解也更为深刻, 尤其是在面对企业筹资、投资等方面遇到的麻烦和风险时, 具有金融背景的 CEO 可以运用自己的专业知识准确分析, 快速应对并有效控制风险, 促进企业的风险承担。

最后, 具有金融背景的 CEO 在融资方面更有优势。一方面, 金融行业的从业人员其财务咨询能力也较强, 能够帮助企业的外部融资环境向利好方向发展, 改善企业的外部融资环境 (Byrd & Mizruchi, 2005 ; Güner et al., 2008 ; Armstrong, 2012)。此外, 具有金融经历的 CEO 会接触更多同行业的人才, 这使 CEO 积累了大量的人脉资源, 拓宽企业的融资渠道。另一方面, CEO 金融背景使其拥有扎实的专业知识, 当企业进行债务融资时, 能够给予企业专业的建议与指导, 制定出合理可行的融资方案, 债权人会更信服其专业能力, 从而给企业带来了一种无形的保证和声誉 (邓建平和曾勇, 2011)。从资源效应来看, 企业的风险活动对资源具有一定的依赖性, 企业获取的资金越多, 所能选择的机会范围也越广, 从而在投资方面表现得比较积极, 提

高企业的风险承担水平。综上, 具有金融背景的 CEO 在认知、能力及资源方面均能够产生烙印, 从而促进企业的风险承担。据此, 本文提出假说 H1 :

H1 : 具有金融背景的 CEO 能够提升企业的风险承担水平。

(二) CEO 金融背景、产权性质与企业风险承担

由于中国经济发展的特殊性, 企业按照产权性质分类, 可以分为国有企业和民营企业两种, 产权性质差异会导致企业具有不同的发展目标与方向, 从而使得企业在风险管理方面存在明显差异。

首先, 国有企业同时承担着经济职能和政府职能两种职能, 国有企业的目标不仅包括市场价值或利润最大化等经济目标, 还承担着促进就业、高效生产和提供社会福利等多重非经济任务。这就使得国有企业在享有政府资金支持以及优惠政策的同时, 也承受着严重的政策性负担, 而政治压力会迫使具有金融背景的 CEO 一改往常的投资策略, 放弃风险较大但净收益高的投资项目 (李文贵和余明桂, 2015), 从而降低了企业的风险承担水平。

其次, 从政府干预出发, 由于中央或地方政府会为国有企业的发展提供资金支持、政策优惠及融资保护等方面的政治保障, 所以国有企业的决策也相应的会受到政府的干预与限制, 而国有企业的投资决策也更多的考虑社会因素, 以完成政治目标。在这种情况下, CEO 无法自由进行决策, 对于决策的话语权偏低, 决策权力受



到极大限制。具有金融背景的 CEO 也无法突破政府的限制，无法充分发挥其“烙印”作用。而非国有企业的投资活动受到的政府干预较少，自主经营的权力更大，受到的政府干预与限制较少，因此，非国有企业具有金融背景的 CEO 能更好地发挥其优势，提升企业的风险承担水平。

最后，从激励与晋升机制出发，国有企业的 CEO 一般由政府直接指派或任命，属于特殊的政府官员，他们追求的是政治上的晋升与发展，而非企业的价值，加之政治晋升依赖的是上级部门的提拔，并非其承担风险的能力，这就使得国有企业的 CEO 对于高风险的投资项目持规避态度，以保证在自己的任期内不会出现重大失误（董礼和陈金龙，2021），企业的风险承担水平显著偏低。与此同时，国有企业 CEO 的薪酬是按照行政级别工资制统一划定的，故薪酬激励对于国有企业的 CEO 而言是无效的。而非国有企业对于 CEO 的任免直接取决于其能为企业创造的利润与价值，加之非国有企业 CEO 的薪资水平与企业的业绩相关，这就使得非国有企业的 CEO 需要尽可能表现出自己的能力，更多地追逐一些风险较大收益较高的投资项目，获得股东与市场的认可，从而得到提高薪资水平与晋升的机会，这就强化了具有金融背景的 CEO 对企业风险承担的促进作用。综上，本文提出假说 H2：

H2：相较于国有企业，非国有企业中具有金融背景的 CEO 更能提高企业的风险承担水平。

（三）CEO 金融背景、分析师关注与企业风险承担

由于我国企业内部监督体系尚不健全，由委托、受托双方信息不对称导致的委托代理问题尤为严重，外部监督就成了监管企业不可或缺的重要方式。分析师关注作为一种重要的外部监督方式，可以有效缓解委托方与受托方之间的信息不对称和代理问题，进而会影响到企业的风险承担水平（陈钦源等，2017；申丹琳，2021）。

一是分析师关注具有短期性倾向，对企业的短期经营业绩关注度更高。而高风险投资具有资金消耗大、收益不稳定性高及流动性弱的特点，在企业资金不充足的情况下，具有金融背景的 CEO 要在高风险、高收益、长周期的投资项目与低风险、低收益、流动性强的投资项目中进行抉择，当企业受到分析师的关注度高时，具有金融背景的 CEO 为了自身利益，不得不放弃高风险的投资项目，选择流动性强的低风险项目，提高企业的短期业绩，达到分析师的盈余预期，以获得分析师的正面评价，从而降低了企业的风险承担水平。

二是当关注企业的分析师数量增加，具有金融背景的 CEO 就需要迎合不同分析师的喜好，其中也包括分析师的风险偏好和短期性偏好，从而使其不能从自身风险偏好出发进行投资决策，并且尽可能地获取短期性收益，加大对周期短、风险小的项目投资，以获得分析师的良好评价，维护自身利益。由此提出本文的假说 H3：



H3: 分析师关注越低, 具有金融背景的 CEO 对企业风险承担水平的提升效果越明显。

(四) CEO 金融背景、CEO 持股与企业风险承担

由于企业的所有权与经营权分离, 导致 CEO 与股东之间存在严重的代理问题, CEO 是否持股也是影响企业风险承担的又一因素。已有研究表明, 对于企业投资决策, 企业股东为了得到长期回报愿意承担投资带来的风险, 而企业 CEO 为了维持自身名誉, 避免投资失败带给自己的名誉损失, 对投资风险持规避态度 (薛跃和陈巧, 2014)。但是, 当 CEO 持有企业股份后, 其经营目标与股东保持一致, CEO 也可以得到投资产生的长期回报, 因此倾向于承担风险, 使得企业金额大、风险高的投资活动增加, 提高了企业的风险承担水平。因此, 持有公司股份的 CEO 通常倾向于采用激进的投资策略。由此, 本文提出以下假说 H4:

H4: 相较于具有金融背景且未持有公司股票的 CEO, 具有金融背景且持有公司股票的 CEO 更能提高企业风险承担水平。

三、研究设计

(一) 样本选取和数据来源

本文的研究样本选取的是 2007—2021

年 A 股上市公司的有关数据, 由于本文的被解释变量企业风险承担的计算需要向后滚动三期, 因此最终时间年份为 2007—2019 年。上市公司基本情况、CEO 金融背景、产权性质、分析师关注、CEO 持股等数据均来自 CSMAR 数据库, 剔除金融行业、ST 企业、当年上市企业及部分财务数据缺漏的企业样本, 得到 28 119 个“公司—年度”观测值。同时, 为避免极端值的影响, 对所有连续变量在 1% 和 99% 百分位进行缩尾处理。

(二) 变量选取和度量

1. 被解释变量。企业风险承担 (Risk) 参照 Boubakri et al. (2013) 的研究, 结合我国股市实际情况, 采用盈余波动性来衡量企业的风险承担。盈余波动性是指在一定的观测期间内企业 ROA 的变化幅度, 通常情况下, ROA 变化幅度越大, 表示企业风险承担水平就越高, 其中 ROA 的衡量采用的是息折旧及摊销前利润 (EBITDA) 比上当年末资产总额。为了缓解行业和周期的影响, 本文参考余明桂等 (2013) 的研究, 用 ROA 减去 ROA 的年度行业均值计算 Adj_ROA, 如式 (1) 所示, 再以 Adj_ROA 为基础, 计算企业的风险承担 Risk, 具体方法为以每三年 (t~t+2 年) 作为一个观测时间段, 滚动计算经行业调整后的 ROA 的标准差, 如式 (2) 所示。

$$Adj_ROA_{i,t} = \frac{EBITDA_{i,t}}{ASSET_{i,t}} - \frac{1}{X_t} \sum_{k=1}^X \frac{EBITDA_{k,t}}{ASSET_{k,t}} \quad (1)$$

$$Risk_{i,t} = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_{i=1}^T (Adj_ROA_{i,t} - \frac{1}{T} \sum_{i=1}^T Adj_ROA_{i,t})^2} \quad | T = 3 \quad (2)$$



表 1 主要变量定义及说明

变量类型	变量名称	变量代码	变量含义及说明
被解释变量	企业风险承担	Risk	$Risk_{i,t} = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_{i=1}^T (Adj_Roa_{i,t} - \frac{1}{T} \sum_{i=1}^T Adj_Roa_{i,t})^2} \mid T = 3$
解释变量	CEO 金融背景	Finance	CEO 具有金融背景取值为 1，否则为 0
调节变量	产权性质	Soe	国有企业取值为 1，否则为 0
	分析师关注	FXS	分析师团队调研次数高于样本中位数取值为 1，否则为 0
	CEO 持股	CEOshare	CEO 持股取值为 1，否则为 0
控制变量	企业规模	Size	Ln (总资产 +1)
	资产负债率	Lev	负债总额 / 资产总额
	现金流比率	Cash	经营活动现金流量净额 / 总资产
	独立董事比例	Indep	独立董事人数 / 董事总人数
	CEO 学术背景	Eduback	中专及中专以下取值为 1，大专取值为 2，本科取值为 3，硕士研究生取值为 4，博士研究生取值为 5，其他取值为 6，MBA/EMBA 取值为 7
	CEO 海外背景	Seaback	CEO 具有海外背景则取 1，否则取 0
	股权制衡度	Balan	第二至第五大股东持股比例之和 / 第一大股东持股比例
	机构投资者持股比例	Inst	机构投资者持股数 / 流通股总股数
	高管人数	ExN	Ln (高管人数 +1)
	公司年龄	Age	Ln (公司存续时间 +1)
	第一大股东持股比例	TOP1	第一大股东持股比例
	行业固定效应	Industry	证监会 2012 年版制造业 3 级代码虚拟变量
	年度固定效应	Year	2007—2021 年度虚拟变量

2. 解释变量。CEO 金融背景的衡量参照杜勇等 (2019) 的方法，如果企业 CEO 具有银行或金融机构相关履职经历则取值为 1，否则为 0。这里的银行包括国家政策性银行、商业银行和投资银行等，金融机构包括金融监管部门、保险、证券、期货、信托公司，以及投资管理公司等。

3. 控制变量。根据相关文献资料，本文选取企业的企业规模 (Size)、资产负债率 (Lev)、现金流比率 (Cash)、公司成立时间 (Age)、独立董事比例 (Indep)、高

管人数 (ExN)、股权制衡度 (Balan)、机构投资者持股比例 (Inst)、第一大股东持股比例 (TOP1)、CEO 学术背景 (Eduback)、CEO 海外背景 (Seaback) 等控制变量，以此避免其他背景特征的干扰。具体定义方法见表 1。

(三) 研究模型

为检验 CEO 金融背景是否会对企业风险承担产生促进作用，构建模型 (3) 进行分析验证：

$$Risk_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Finance_{i,t} + \beta_j \sum Controls_{i,t} + Ind + Year + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$



四、实证结果分析

(一) 描述性统计

由附表 1^① 可知, 在 CEO 不具有金融背景的企业样本中, 企业风险承担水平的均值为 0.033, 中位数为 0.019, 而在 CEO 具有金融背景的企业样本中, 企业风险承担水平的均值为 0.040, 中位数为 0.020, 可以初步验证具有金融背景的 CEO 可以提高企业的风险承担水平。从产权性质来看, 非国有企业的风险承担水平均值为 0.038, 中位数为 0.021, 分别高于国有企业风险承担水平的均值 0.027 与中位数 0.016, 说明非国有企业的风险偏好程度高于国有企业。从分析师关注来看, 受到分析师关注低的企业, 其风险承担水平的均值为 0.038, 中位数为 0.020, 而受到分析师关注高的企业, 其风险承担水平的均值为 0.029, 中位数为 0.018, 说明受到分析师关注越高的企业, 其风险承担水平就越低。从 CEO 持股来看, CEO 持股企业和 CEO 不持股企业的风险承担水平没有明显差异; 在 CEO 不持股的企业样本中, 企业风险承担水平的标准差为 0.051, 在 CEO 持股的企业样本中, 企业风险承担水平的标准差为 0.062, 说明 CEO 持股的企业样本波动幅度较大, 离散程度较高。

(二) 回归结果分析

1. CEO 金融背景与企业风险承担的回归结果分析。在模型 (3) 中, 对于 Risk

采用 OLS 多元线性回归, 结果如附表 2 所示。首先既不加入控制变量, 也不考虑固定效应, 进行单变量回归, 结果如第 (1) 列所示, CEO 金融背景虚拟变量 (Finance) 与企业风险承担 (Risk) 在 1% 的水平上显著正相关, 系数为 0.008; 其次考虑固定效应但不加入控制变量对解释变量与被解释变量进行回归, 结果如第 (2) 列所示, CEO 金融背景虚拟变量与企业风险承担仍然在 1% 的水平上显著正相关, 系数为 0.006; 随后在不考虑固定效应的前提下加入所有控制变量进行回归, 结果如第 (3) 列所示, CEO 金融背景虚拟变量与企业风险承担在 1% 的水平上显著正相关, 系数为 0.006; 进一步控制行业固定效应和年度固定效应进行回归, CEO 金融背景虚拟变量与企业风险承担在 1% 的水平上显著正相关, 系数为 0.005。以上结果共同表明, 具有金融背景的 CEO 确实可以增加企业的风险偏好, 即具有金融背景的 CEO 促进了企业的风险承担, 假设 1 得以验证。

2. CEO 金融背景与企业风险承担的异质性回归结果分析。为了验证假设 2~4, 本文分别按照企业产权性质、分析师关注以及 CEO 持股分组后回归, 回归结果如附表 3 所示。由附表 3 可以看到, 第 (1)、(2) 列结果显示, 在非国有企业组中 CEO 金融背景虚拟变量与企业风险承担在 5% 的水平上显著正相关, 系数为 0.006, 在国

① 附表 1~7 见增强出版, 中国知网—《金融市场研究》。



有企业组中 CEO 金融背景虚拟变量与企业风险承担不显著，说明在国有企业中，具有金融背景的 CEO 受到发展目标、政府干预以及晋升与激励机制的影响，其“烙印”作用不能得到有效发挥，风险承担的意愿受到抑制，而非国有企业中具有金融背景的 CEO 则无须考虑政治因素，其对风险仍持偏好态度，也就是说，在非国有企业中，具有金融背景的 CEO 对企业风险承担的促进效果更为明显，假设 2 得以证明。

第 (3)、(4) 列结果显示，在分析师关注较低组中 CEO 金融背景虚拟变量与企业风险承担在 5% 的水平上显著正相关，系数为 0.008，在分析师关注较高组中 CEO 金融背景虚拟变量与企业风险承担不显著，这说明分析师关注对具有金融背景的 CEO 发挥“压力效应”，即分析师关注加大了 CEO 的业绩压力，影响了 CEO 投资高风险项目的意愿，即分析师关注度越低，具有金融背景的 CEO 对企业风险承担水平的提升效果越明显，假设 3 得以验证。

第 (5)、(6) 列结果显示，在 CEO 持股组中 CEO 金融背景虚拟变量与企业风险承担在 1% 的水平上显著正相关，系数为 0.010，在 CEO 不持股组中 CEO 金融背景虚拟变量与企业风险承担不显著，说明相较于具有金融背景且未持有公司股票的 CEO，具有金融背景且持有公司股票的 CEO 更能提高企业风险承担水平，假设 4 得以验证。

(三) 内生性检验与稳健性检验

企业是否聘用具有金融背景的 CEO 并非是随机分配的，风险承担水平越高的

企业越可能聘用具有金融背景的 CEO，本文选择倾向得分匹配法 (PSM) 缓解企业聘用具有金融背景的 CEO 可能存在的自选择偏误，并对某些不易观察的因素采用 Heckman 两阶段模型进行修正。最终结果显示具有金融行业从业经历的 CEO 对企业风险承担起促进作用，与前文结论一致。之后参考何瑛等 (2019) 的研究替换变量和改变模型并对结果重新回归后发现具有金融背景的 CEO 仍然与企业风险承担显著正相关，说明具有金融背景的 CEO 提高了企业风险承担水平，稳健性得以检验。详细分析见附录附表 4 和附表 5。

(四) 机制检验

前述主回归的实证结果已表明 CEO 金融背景能够提升企业风险承担水平，那么 CEO 金融背景是通过什么机制影响企业风险承担呢？这里主要从融资偏好、企业金融化两个角度进行机制检验。

1. CEO 金融背景、融资偏好与企业风险承担

高层梯队理论认为，高管团队的个人特征会影响其认知水平与价值观念，进而使 CEO 的决策行为偏好不同，而烙印理论则说明 CEO 具有金融行业的从业经历使得其留有清晰的“能力烙印”和“资源烙印”，这两种“印记”使得 CEO 的认知结构与价值观发生变化，从而影响 CEO 的行为决策。因此，CEO 具有金融行业的从业经历可能会导致其融资偏好不同，即对长短期融资的选择偏好不同。前文研究表明，具有金融背景的 CEO 有更高的风险承担意愿，更



可能通过风险更高的短期融资筹资, 进而提高了企业的风险承担水平。基于此, 本文将进一步探究融资偏好在 CEO 金融背景与企业风险承担二者关系中的中介作用。

本文参考赖黎等 (2016) 的研究, 用期末长期借款 (包括一年内到期的长期借款) 除以期末总资产来衡量企业的长期融资 (Lloan), 用期末短期借款除以期末总资产来衡量企业的短期融资 (Sloan)。借鉴温忠麟等 (2014) 的做法, 构建模型 (4) 进行机制检验, 由于长短期借款与财务杠杆存在共线性, 此处不再控制资产负债率 (Lev), 其余变量定义与上文一致。

$$Lloan_{i,t}(Sloan) = \beta_0 + \beta_1 Finance_{i,t} + \beta_j \sum Controls_{i,t} + Ind + Year + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$Risk_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Finance_{i,t} + \beta_2 Sloan_{i,t} + \beta_j \sum Controls_{i,t} + Ind + Year + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

实证结果如附表 6 第 (1)~(2) 列所示, 结果表明, CEO 金融背景与企业短期融资在 1% 的水平上显著正相关, 系数为 0.011, 与长期融资不存在显著的相关关系, 这表明, 当 CEO 拥有金融背景时会更倾向于风险更高的短期融资。由于 CEO 金融背景与长期融资不存在显著的相关性, 在模型 (5) 中仅考虑短期融资的中介效应, 实证结果如附表 6 第 (3) 列所示, CEO 金融背景与企业风险承担在 5% 的水平上显著正相关, 系数为 0.005, 短期融资与企业风险承担在 1% 的水平上显著正相关, 系数为 0.032。根据 (2)~(3) 列的实证结果, 说明短期借款在 CEO 金融背景与企业风险承

担中发挥部分中介作用, 即具有金融背景的 CEO 通过获取风险更高的短期融资, 进而提高了企业的风险承担水平。

2. CEO 金融背景、企业金融化与企业风险承担

根据前文研究, 具有金融行业从业经历的 CEO 掌握系统的金融相关知识, 更熟悉金融资产的性质及金融行业的运作模式, 其投资决策倾向于金融投资, 使其任职企业的金融化程度更高; 此外, CEO 金融背景可以向企业提供一些人力、经济资源等, 有利于企业快速有效地与金融机构建立关系网络, 扩大企业在融资方面的优势, 促进企业的金融化。由于金融行业从业经历能够对 CEO 产生“风险认知印记”, 使其凭借甄别和处理信息的能力、风险评估能力, 可以快速识别风险并做出判断以应对风险, 风险承受力也相对较高, 从而促进了企业的风险承担。基于此, 本文将进一步探究企业金融化在 CEO 金融背景与企业风险承担二者关系中的中介作用。

参考杜勇等 (2019) 的研究, 并考虑到 2018 年金融工具准则的修订, 本文采用交易性金融资产、发放贷款及垫款净额、衍生金融资产、可供出售金融资产净额、投资性房地产、持有至到期投资净额、债权投资、其他债权投资和其他权益工具投资 9 项资产之和占企业总资产的比值来衡量企业金融化程度 (Fin)。借鉴温忠麟等 (2014) 的做法, 构建模型 (6)~(7) 分析验证企业金融化程度对 CEO 金融背景与企业风险承担二者的中介作用, 其余变量定



义与上文保持一致。

$$Fin_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Finance_{i,t} + \beta_j \sum Controls_{i,t} + Ind + Year + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

$$Risk_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Finance_{i,t} + \beta_2 Fin_{i,t} + \beta_j \sum Controls_{i,t} + Ind + Year + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

实证结果如附表 6 第 (4)~(5) 列所示, 结果表明, CEO 金融背景与企业金融化在 1% 的水平上显著正相关, 系数为 0.010; 而引入企业金融化后, CEO 金融背景与企业风险承担仍然在 5% 的水平上显著正相关, 系数为 0.005, 企业金融化与企业风险承担在 5% 的水平上显著正相关, 系数为 0.013, 以上结果说明企业金融化在 CEO 金融背景与企业风险承担中发挥着部分中介作用, 即具有金融背景的 CEO 通过促进企业的金融化程度, 提高了企业的风险承担。

(五) 拓展性研究

随着大数据、区块链、云计算等技术迅猛发展及广泛应用, 数字经济逐步成为改变世界格局、重新整合资源要素的核心力量。企业作为发展数字经济的主战场, 在推动其向数字化转型的过程中可能面临着各种各样的风险, 为此, 提高企业的风险承担水平对于数字化转型而言至关重要。因此, 本文进一步研究具有金融背景的 CEO 提升企业风险承担水平后是否会对企业数字化转型产生影响。

参考吴非等 (2021) 的研究, 对上市公司年报文本中披露的有关人工智能、大数据、区块链、云计算和数字技术应用相关的词频数取对数来反映企业数字化转

型程度 (Digit); 增加控制变量政府补助 (Subs) 与资本性支出 (Capin); 参考王羲等 (2022) 的研究, 对政府补助金额取对数后来衡量政府补助, 同时采用企业购置固定资产、无形资产和其他长期资产支出的现金流量加 1 后取自然对数衡量资本性支出, 其余变量定义与上文一致。之后构建模型 (8) 进行分析验证, 实证结果如附表 7 所示, 由息税前利润计算的企业风险承担 (Risk1) 与数字化转型 (Digit) 在 5% 的水平上显著正相关, 由息折旧及摊销前利润计算的企业风险承担 (Risk) 与数字化转型在 5% 的水平上显著正相关, 这说明具有金融背景的 CEO 在提高企业风险承担水平后显著促进了企业数字化转型。

$$Digit_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Risk_{i,t} (Risk1_{i,t}) + \beta_j \sum Controls_{i,t} + Ind + Year + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

五、研究结论与对策建议

本文以 CEO 金融背景为切入点, 基于中国 A 股上市公司 2007—2019 年的相关数据, 考察了 CEO 金融背景对企业风险承担水平的影响, 进一步探究了企业性质、分析师关注、CEO 持股对 CEO 金融背景与企业风险承担二者关系的调节效应。研究结论如下。①具有金融背景的 CEO 能够提高企业的风险承担水平。②相较于国有企业, 非国有企业中具有金融背景的 CEO 更能提高企业的风险承担水平。③分析师关注越低, 具有金融背景的 CEO 对企业风险承担水平的提升效果越明显。④相较于具有金融背景且未持有公司股票 CEO,



具有金融背景且持有公司股票的 CEO 更能提高企业风险承担水平。在控制内生性之后, 以上结论仍然成立。通过深入分析作用机制可以发现, CEO 金融背景主要是通过影响融资约束和企业金融化进而影响企业风险承担。同时, CEO 金融背景影响企业风险承担水平后会进一步影响企业数字化转型程度。

结合上述研究结论, 本文从企业角度提出以下三点建议。第一, 引入具有金融背景的管理者人才。从企业管理的角度出发, 公司应该重视 CEO 金融背景在企业风

险承担方面所发挥的重要作用。第二, 完善 CEO 股权激励政策。股权激励是能够充分激励管理者的一种薪酬方式, 企业为更好应对投资风险, 可以对具有金融背景的 CEO 进行股权激励。第三, 建立适当的 CEO 业绩考核机制。由于具有金融背景的 CEO 在进行风险投资时, 往往面临着来自各方的压力, 既要考虑外部如分析师关注的监督评价, 也要达到股东对企业价值的期望目标。[N]

学术编辑: 卢超群

参考文献

- [1] 陈钦源, 马黎珺, 伊志宏. 分析师跟踪与企业创新绩效——中国的逻辑[J]. 南开管理评论, 2017, 20(03): 15-27.
- [2] 池国华, 徐晨阳. 资产专用性提升了企业风险承担水平吗?——基于边界调节和中介传导的双重检验[J]. 中国软科学, 2019(11): 109-118.
- [3] 邓建平, 曾勇. 金融生态环境、银行关联与债务融资——基于我国民营企业的实证研究[J]. 会计研究, 2011(12): 33-40.
- [4] 董礼, 陈金龙. 机构投资者持股与企业短贷长投: 抑制还是促进?[J]. 南京审计大学学报, 2021, 18(06): 92-100.
- [5] 杜勇, 谢瑾, 陈建英. CEO 金融背景与实体企业金融化[J]. 中国工业经济, 2019(05): 136-154.
- [6] 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(09): 155-173.
- [7] 赖黎, 巩亚林, 马永强. 管理者从军经历、融资偏好与经营业绩[J]. 管理世界, 2016(08): 126-136.
- [8] 李文贵, 余明桂. 民营化企业的股权结构与企业创新[J]. 管理世界, 2015(04): 112-125.
- [9] 陆瑶, 胡江燕. CEO 与董事间的“老乡”关系对我国上市公司风险水平的影响[J]. 管理世界, 2014(03): 131-138.
- [10] 申丹琳. 分析师羊群行为与企业风险承担[J]. 中南财经政法大学学报, 2021(01): 34-44.
- [11] 宋科, 李振, 赵宣凯. 宏观审慎政策、经济周期与银行风险承担[J]. 经济理论与经济管理, 2019(01): 43-58.
- [12] 王羲, 张强, 侯稼晓. 研发投入、政府补助对企业创新绩效的影响研究[J]. 统计与信息论坛, 2022, 37(02): 108-116.
- [13] 温忠麟, 叶宝娟. 中介效应分析: 方法和模型发展[J]. 心理科学进展, 2014, 22(05): 731-745.
- [14] 吴非, 胡慧芷, 林慧妍, 等. 企业数字化转型与资本市场表现——来自股票流动性的经验证据[J]. 管理世界, 2021, 37(07): 130-144.
- [15] 薛跃, 陈巧. CEO 特征对 R&D 投入的影响——基于中国制造业上市公司的实证分析[J]. 华东师范大学学报(哲学社会科学版), 2014, 46(06): 129-138.
- [16] 余明桂, 李文贵, 潘红波. 管理者过度自信与企业风险承担[J]. 金融研究, 2013(01): 149-163.
- [17] 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.
- [18] Byrd D, Mizruchi M. Bankers on the Board and the Debt Ratio of Firms[J]. Journal of Corporate Finance, 2005, 11: 129-173.
- [19] Fuller J, Jensen M C. Just Say No to Wall Street: Putting a Stop to the Earnings Game[J]. Journal of



- Applied Corporate Finance, 2010,22(1):59-63.
- [20] Hilary G, Hui K W. Does religion matter in corporate decision making in America?[J].Journal of Financial Economics, 2009(93):455-473.
- [21] Mishina Y, Dykes B, Block E, et al. Why "Good" Firms do Bad Things: The Effects of High Aspirations,High Expectations, and Prominence on the Incidence of Corporate Illegality[J].Academy of Management Journal, 2010,53:701-722.
- [22] Runyan R, Droge C, Swinney J. Entrepreneurial Orientation Versus Small Business Orientation: What are Their Relationships to Firm Performance?[J].Journal of Small Business Management, 2008,46(4):567-588.
- [23] Zhang X, Bartol K, Smith K, et al. CEOs on the Edge: Earnings Manipulation and Stock -based Incentive Misalignment[J].Academy of Management Journal, 2008,51:241-258.
- [24] Mathias B D, Williams D W, Smith A R. Entrepreneurial Inception:The Role of Imprinting in Entrepreneurial Action[J].Journal of Business Venturing, 2015,30(1):11-28.
- [25] Güner A, Malmendier U, Tate G. Financial Expertise of Directors[J].Journal of Financial Economics, 2008,88:323-354.
- [26] Armstrong C S, Vashistha R. Executive Stock Options, Differential Risk-Taking Incentives, and Firm Value[J].Journal of Financial Economics, 2012(1):70-88.

A Study on Corporate Risk-taking and the Financial Background of CEOs

DU Yong¹ GUO Xing²

(1.College of Economics and Management, Southwest University;

2.School of Accounting, Chongqing Technology and Business University)

Abstract This paper uses a combination of research methods such as empirical analysis, literature research and comparative analysis to investigate the relationship between a CEO's financial background and corporate risk-taking. It also examines the nature of ownership, the extent of analyst attention to a company's performance, and the size of the CEO's shareholding to assess whether these factors have an impact on the relationship between CEO financial background and corporate risk-taking. The empirical results are as follows: The CEO's financial background significantly contributes to the degree of willingness of corporate management to take on business risks. A CEO with a financial background in a non-state company is more likely to increase the level of risk-taking than a counterpart in a state-owned company. The lower the level of interest among financial analysts, the more significant the effect of a CEO with a financial background on the level of corporate risk-taking. CEOs having a financial background and holding shares in the company are also more likely to increase their level of corporate risk-taking than CEOs with a financial background but with no shares in the company. Based on the findings of the study, this paper provides relevant recommendations for firms to promote risk-taking. Companies need to appropriately introduce CEOs with a financial background to help them increase their risk-taking capacity. They also should improve their CEO equity incentive policies and establish an appropriate CEO performance appraisal mechanism.

Keywords Financial Background, Risk-taking, Imprinting Theory, Equity Incentive

JEL Classification G32 G34 M13