

答审稿专家的宝贵意见

第一份意见

审稿意见 (1.1):

文章中的部分大表和数据处理过程，辛苦另开一个 word，作为附录，以增强出版的形式

修改说明:

将文章中表 2 描述性统计作为附录呈现

【详见新开 word “附录”】

审稿意见 (1.2):

参考文献，不需要在正文标注，只需要，在文末，按中文在先，英文在后，按拼音（字母）排序就好

修改说明:

删除参考文献正文标注，将参考文献按照中文在先，英文在后的顺序在文末进行排列

第二份意见

审稿意见 (2.1):

CEO 金融背景包括银行或者金融机构任职经历，其中，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。事实上，很可能不同的金融背景高管对风险承担的倾向是不同的。例如，银行员工可能更注重风险控制，而证券行业经历可能更倾向于冒更多的风险。因此，建议对金融背景进行分类，进一步检验不同金融背景的高管，其所在企业的风险承担是否有显著不同。

修改说明:

本文主要讨论内容为 CEO 金融背景是否影响企业风险承担, 由于篇幅原因, 未对不同金融背景的高管进行进一步分类验证, 故这一稿中, 在本文末研究不足与展望中进行解释说明。

【详见原文第 29 页】需要说明的是，本文在参考国内外众多学者的研究成果的基础上，探究了 CEO 金融背景对企业风险承担的影响，尝试延伸拓展高管背景特征不同对微观企业投资行为的影响研究。但是本文也存在一定的局限与不足，需要在接下来的研究中从以下几个方面进行更深层次的研究探索：第一、本

文虽然考虑了 CEO 是否具有金融背景,但未将 CEO 金融背景进一步细化,因此,在之后的研究中应将 CEO 金融背景细化分类以进一步探究 CEO 金融背景对企业风险承担的影响。第二、本文虽然考虑了 CEO 是否具有金融机构或银行从业经历,但没有考虑 CEO 从业时间长短、是否在金融机构或银行中担任高管以及其所任职的金融机构所在地区是否属于发达地区等方面的异质性,因此,在接下来的研究中可以深入分析上述三方面对于企业风险承担的影响。第三、本文考虑了 CEO 是否具有金融背景,没有考虑董事会成员是否具有金融背景,在进行风险决策时,董事会的意见也会对最终的决策结果产生影响,因此,进一步研究应将董事会成员是否具有金融背景纳入研究范围。

审稿意见 (2.2):

为什么有些企业会选择有金融背景的人士担任高管,而另外一些企业却没有。因此,高管的产生可能是内生的。比如,风险承担能力更强的企业倾向于更激进的投资,因此需要更多融资来支持投资,这样的企业因而更可能选择有金融背景的人士帮助企业融资,进而达成投资目的。也就是说,金融背景与风险承担之间可能具有很强的内生性,这种内生性一方面可能是遗漏变量导致的,另一方面可能是反向因果关系。尽管论文使用了 PSM 和 Hackman 两步法尝试控制内生性,但仍然不够,建议作者使用更强的识别方法进一步识别内生性。

修改说明:

本文已通过 PSM 缓解企业风险承担水平越高的企业越可能聘用具有金融背景的 CEO 这一内生性问题。

【详见原文第 19 页】企业是否聘用具有金融背景的 CEO 并非是随机分配的,企业风险承担水平越高的企业越可能聘用具有金融背景的 CEO,本文选择用倾向得分匹配法 (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。

审稿意见 (2.3):

论文认为,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。为什么有金融背景的 CEO 会提高企业金融化程度? 提高金融化程度就一定会导致风险承担提高吗?

修改说明:

在这一稿中,文章补充了具有金融背景的 CEO 提高企业金融化程度的理论分析以及提高金融化程度后对企业风险承担影响的相关论述。

【详见原文第 24 页】由于金融投资的风险高，企业金融化程度越高，企业面临的风险也就越大。由于金融行业从业经历能够对 CEO 产生“风险认知印记”，使其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作出判断以应对风险，承受力也相对较高（杜勇等，2019），在面对金融投资的风险时，能够很好地防范应对，进而促进了企业的风险承担。

审稿意见（2.4）：

有些段落太长，注意分段，以增强逻辑性和可读性。

修改说明：

对论文部分段落进行分段

审稿意见（2.5）：

论文有些部分过于啰嗦，建议适当归纳。

修改说明：

对论文部分段落进行删减，归纳

审稿意见（2.6）：

注意校对论文，例如，描述性统计中，“企业风险承担的均值为 0.40”，实际上应该是 0.040。

修改说明：

对论文进行仔细校对，核对数据上下一致，并修改错别字等

1.描述性统计

附表 1 主要变量描述性统计

Variables	CEO不具有金融背景				CEO具有金融背景				非国有企业				国有企业			
	N	Mean	Sd	P50	N	Mean	Sd	P50	N	Mean	Sd	P50	N	Mean	Sd	P50
Risk	26732	0.033	0.058	0.019	1387	0.040	0.074	0.020	16976	0.038	0.069	0.021	11143	0.027	0.038	0.016
Size	26732	22.050	1.281	21.860	1387	22.08	1.365	21.89	16976	21.700	1.086	21.57	11143	22.580	1.377	22.410
Lev	26732	0.438	0.207	0.434	1387	0.436	0.204	0.427	16976	0.387	0.197	0.374	11143	0.515	0.198	0.526
Cash	26732	0.047	0.071	0.047	1387	0.044	0.075	0.045	16976	0.046	0.071	0.045	11143	0.049	0.071	0.049
Indep	26732	0.372	0.053	0.333	1387	0.377	0.054	0.357	16976	0.375	0.052	0.333	11143	0.369	0.054	0.333
Eduback	26732	1.432	0.257	1.482	1387	1.444	0.253	1.495	16976	1.443	0.184	1.470	11143	1.417	0.338	1.502
Seaback	26732	0.581	0.493	1.000	1387	0.642	0.480	1.000	16976	0.647	0.478	1.000	11143	0.488	0.500	0.000
Balan	26732	0.346	0.288	0.258	1387	0.363	0.289	0.277	16976	0.400	0.285	0.333	11143	0.265	0.272	0.147
Inst	26732	0.367	0.241	0.366	1387	0.356	0.229	0.340	16976	0.300	0.229	0.267	11143	0.468	0.222	0.487
Age	26732	2.773	0.385	2.833	1387	2.835	0.407	2.890	16976	2.746	0.396	2.773	11143	2.823	0.365	2.890
ExN	26732	6.413	2.276	6.000	1387	5.991	2.096	6.000	16976	6.111	2.220	6.000	11143	6.819	2.278	7.000

TOP1	26732	0.356	0.151	0.338	1387	0.344	0.160	0.317	16976	0.328	0.143	0.307	11143	0.398	0.154	0.393
Variables	分析师关注低				分析师关注高				CEO不持股				CEO持股			
	N	Mean	Sd	P50	N	Mean	Sd	P50	N	Mean	Sd	P50	N	Mean	Sd	P50
Risk	13736	0.038	0.072	0.020	14383	0.029	0.043	0.018	13714	0.033	0.051	0.019	13935	0.033	0.062	0.019
Size	13736	21.670	1.070	21.560	14383	22.410	1.367	22.220	13714	21.890	1.202	21.720	13935	22.190	1.340	22.020
Lev	13736	0.450	0.211	0.443	14383	0.427	0.203	0.424	13714	0.396	0.199	0.384	13935	0.478	0.207	0.480
Cash	13736	0.037	0.068	0.038	14383	0.057	0.072	0.055	13714	0.048	0.068	0.047	13935	0.046	0.074	0.046
Indep	13736	0.373	0.052	0.333	14383	0.372	0.0540	0.333	13714	0.373	0.052	0.333	13935	0.371	0.053	0.333
Eduback	13736	1.414	0.279	1.469	14383	1.450	0.233	1.494	13714	1.449	0.189	1.477	13935	1.417	0.306	1.485
Seaback	13736	0.521	0.500	1.000	14383	0.643	0.479	1.000	13714	0.622	0.485	1.000	13935	0.546	0.498	1.000
Balan	13736	0.341	0.291	0.250	14383	0.352	0.284	0.270	13714	0.395	0.289	0.324	13935	0.299	0.278	0.200
Inst	13736	0.312	0.226	0.301	14383	0.418	0.243	0.429	13714	0.307	0.231	0.278	13935	0.423	0.237	0.438
Age	13736	2.842	0.349	2.890	14383	2.714	0.409	2.773	13714	2.753	0.389	2.833	13935	2.795	0.384	2.833
ExN	13736	5.994	2.043	6.000	14383	6.772	2.406	6.000	13714	6.454	2.278	6.000	13935	6.375	2.250	6.000
TOP1	13736	0.343	0.147	0.321	14383	0.368	0.154	0.355	13714	0.323	0.137	0.303	13935	0.388	0.158	0.375

2. 回归结果

附表 2 “CEO 金融背景与企业风险承担” 回归结果

Variables	(1) Risk	(2) Risk	(3) Risk	(4) Risk
Finance	0.008*** (3.78)	0.006*** (3.12)	0.006*** (2.96)	0.005*** (2.60)
Size			-0.005*** (-9.72)	-0.006*** (-11.62)
Lev			0.033*** (10.42)	0.047*** (13.30)
Cash			-0.010 (-1.49)	-0.019*** (-2.75)
Indep			0.037*** (5.17)	0.025*** (3.68)
Eduback			0.008*** (5.90)	0.005*** (3.88)
Seaback			0.003*** (4.24)	0.002** (2.40)
Balan			0.003** (2.28)	0.002 (1.24)
Inst			-0.006*** (-4.49)	-0.003** (-2.36)
Age			0.007***	0.000

			(8.28)	(0.44)
ExN			-0.002***	-0.001***
			(-10.83)	(-9.61)
TOP1			-0.029***	-0.028***
			(-10.58)	(-10.16)
_cons	0.033***	0.051***	0.094***	0.152***
	(92.16)	(15.89)	(11.68)	(16.33)
Year	No	Yes	No	Yes
Ind	No	Yes	No	Yes
N	28119	28119	28119	28119
r2_a	0.001	0.033	0.035	0.068
F	14.30	31.64	52.47	32.99

3.异质性分析

附表3 CEO 金融背景与企业风险承担：异质性分析

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Variables	非国有企业	国有企业	分析师关注低	分析师关注高	CEO不持股	CEO持股
	Risk	Risk	Risk	Risk	Risk	Risk
Finance	0.006**	0.001	0.008**	0.001	-0.001	0.010***
	(2.08)	(0.76)	(2.51)	(0.32)	(-0.42)	(3.27)
Size	-0.006***	-0.005***	-0.008***	-0.003***	-0.003***	-0.007***
	(-7.03)	(-12.20)	(-8.13)	(-6.08)	(-4.84)	(-12.26)
Lev	0.052***	0.039***	0.064***	0.025***	0.040***	0.044***
	(8.52)	(13.34)	(10.75)	(7.95)	(10.55)	(9.78)

Cash	-0.036*** (-3.50)	0.005 (0.64)	-0.051*** (-3.84)	0.011* (1.94)	-0.018** (-2.50)	-0.012 (-1.24)
Indep	0.023** (2.18)	0.021*** (3.13)	0.044*** (3.47)	0.002 (0.27)	0.021** (2.39)	0.024** (2.52)
Eduback	0.010*** (3.11)	0.001 (0.75)	0.005** (2.42)	0.005*** (4.73)	0.010*** (4.54)	0.003** (2.12)
Seaback	0.001 (0.92)	0.001* (1.74)	0.003** (2.11)	0.001 (1.13)	0.002* (1.84)	0.002 (1.55)
Balan	-0.005** (-2.41)	0.009*** (4.27)	0.001 (0.32)	0.001 (0.98)	-0.001 (-0.71)	0.005** (2.18)
Inst	0.001 (0.41)	-0.003 (-1.45)	0.004* (1.86)	-0.011*** (-7.73)	-0.010*** (-5.11)	-0.003 (-1.40)
Age	0.002 (1.34)	0.001 (1.21)	0.000 (0.06)	0.000 (-0.31)	0.000 (0.13)	-0.002 (-1.16)
ExN	-0.002*** (-7.21)	-0.001*** (-5.09)	-0.002*** (-7.78)	-0.001*** (-5.11)	-0.001*** (-4.46)	-0.002*** (-8.13)
TOP1	-0.044*** (-10.80)	0.002 (0.60)	-0.045*** (-9.51)	-0.015*** (-5.28)	-0.026*** (-7.22)	-0.025*** (-5.95)
_cons	0.165*** (9.01)	0.122*** (14.91)	0.195*** (11.51)	0.104*** (12.02)	0.094*** (7.73)	0.183*** (14.59)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Ind	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	16976	11143	13736	14383	13714	13935
r2_a	0.073	0.077	0.071	0.074	0.084	0.068
F	23.04	21.34	17.15	23.97	20.27	18.14

4. 内生性检验

附表 4 内生性检验：PSM 和 Hackman 两步法

Variables	PSM倾向得分匹配法			Hackman两步法	
	(1) Risk	(2) Risk	(3) Risk	(4) Finance	(5) Risk
Finance	0.006* (1.86)	0.006*** (2.64)	0.005*** (2.60)		0.003* (1.74)
Size	-0.010*** (-8.48)	-0.007*** (-9.29)	-0.006*** (-11.61)		-0.005*** (-10.64)
Lev	0.041*** (3.03)	0.040*** (5.23)	0.047*** (13.28)	-0.260*** (-3.35)	0.051*** (14.55)
Cash	-0.039 (-1.64)	-0.023 (-1.35)	-0.019*** (-2.76)		-0.019*** (-2.73)
Indep	-0.012 (-0.60)	-0.006 (-0.45)	0.025*** (3.67)		0.023*** (3.27)
Eduback	0.002 (0.46)	0.003 (1.01)	0.005*** (3.88)	0.064 (1.18)	0.003** (2.51)
Seaback	0.005* (1.70)	0.004** (2.30)	0.002** (2.42)	0.086*** (3.04)	-0.002** (-2.09)
Balan	0.003 (0.51)	0.001 (0.20)	0.002 (1.24)		0.003* (1.77)
Inst	0.012* (1.87)	0.003 (0.83)	-0.003** (-2.38)	-0.204*** (-3.13)	0.004** (2.46)
Age	0.008* (1.66)	0.006** (2.08)	0.001 (0.51)		-0.002** (-2.51)
ExN	-0.002**	-0.002***	-0.001***		-0.001***

	(-2.52)	(-4.46)	(-9.62)		(-8.29)
TOP1	-0.038***	-0.038***	-0.028***	0.180*	-0.024***
	(-3.38)	(-5.28)	(-10.14)	(1.83)	(-9.10)
IV				0.052**	
				(2.19)	
Soe				-0.320***	
				(-9.16)	
LNAge				0.138***	
				(6.53)	
SA				-0.108*	
				(-1.67)	
Fina				0.184***	
				(3.64)	
EXAge				-1.121***	
				(-4.69)	
Imr					-0.034***
					(-14.22)
_cons	0.258***	0.188***	0.152***	2.008**	0.209***
	(9.13)	(10.33)	(16.28)	(2.05)	(19.56)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Ind	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	2683	5113	28081	26963	28100
r2_a(r2_p)	0.076	0.069	0.068	0.047	0.075
F	6.444	9.797	32.93		33.76

5. 稳健性检验

1. PSM 倾向得分匹配法。本文以企业上期是否聘用具有金融背景的 CEO 为类别变量，以企业风险承担为结果变量，以控制变量为协变量，设定匹配卡尺为 0.05 后分别进行 1:1 匹配、1:3 近邻匹配和半径匹配，最终成功匹配的样本分别为 2 683 个、5 113 个、28 081，匹配后所有变量均通过了平衡性测试。进一步使用匹配成功的样本对模型（3）重新回归，结果如附表 4 第（1）~（3）列所示，不论采用何种匹配方式，具有金融背景的 CEO 与企业风险承担均显著正相关，即再次证明了具有金融背景的 CEO 提升了企业风险承担水平。

2. Hackman 两步法。本文参考程富和吴粒（2021）的研究，选取各地区所拥有的金融机构数量作为工具变量，考虑可能影响企业是否选择具有金融背景的 CEO 的因素。选取该工具变量的原因在于：①地区金融机构数量与高管金融背景密切相关。一般而言，地区拥有的金融机构数量越多，该地区从事金融行业的人员数量也越多。金融机构人员离职后，由于对自身能力自信、专业匹配度高以及考虑未来的长远发展，更有可能应聘企业的高管职位。因此，地区金融机构数量对企业聘用存在金融背景 CEO 的概率存在直接影响，地区金融机构数量与 CEO 金融背景呈现正相关关系。②地区金融机构数量与微观企业的风险承担水平无关。地区金融机构数量反映了企业招聘金融背景 CEO 的概率，并不会直接影响企业的风险承担水平。企业在进行风险性决策时，往往从企业自身出发，追求的是企业利益的最大化，地区金融机构数量并不会影响企业的决策。因此，地区金融机构数量与微观企业的风险承担水平并不相关。各地区金融机构数据来源于中国银保监会网站。首先构建模型（5.1）进行 Probit 回归：其中 $LNAge$ 表示企业上市年限， SA 表示融资约束， $Fina$ 表示企业金融化程度， $EXAge$ 表示高管年龄，其余变量与前文一致。然后将回归后预测的逆米尔斯比率 Imr 代入原模型重新回归，结果如附表 4 所示，第（4）列是第一阶段的回归结果，第（5）列是第二阶段的回归结果，可以看到， Imr 均在 1% 的水平上显著，这说明确实存在遗漏因素，对这一因素修正后，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。

$$\begin{aligned} Finance_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Lev_{i,t} + \beta_2 Dual_{i,t} + \beta_3 Inst_{i,t} + \beta_4 Top1_{i,t} + \beta_5 LNAge_{i,t} \\ & + \beta_6 SA_{i,t} + \beta_7 Fina_{i,t} + \beta_8 EXAge_{i,t} + Ind + Year + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (5.1)$$

3. 替换变量。首先，本文参考何瑛 等（2019）的研究，替换企业风险承担计算过程中 ROA 的计算方式，改为用息税前利润与年末总资产的比率来计算，如式（5.2）所示：

$$Adj_ROA_{i,t} = \frac{EBIT_{i,t}}{ASSET_{i,t}} - \frac{1}{X_t} \sum_{k=1}^X \frac{EBIT_{k,t}}{ASSET_{k,t}} \quad (5.2)$$

之后对前文结果重新回归，结果如附表 5 第（1）列所示，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 提升了企业风险承担水平，本文上述研究结果是稳健的。

其次，本文将企业风险承担衡量方式变为滚动计算经行业调整后的极差，如式（5.3）所示，其余计算过程不变，即：

$$Risk2_{i,t} = Max(Adj_Roa_{i,t}) - Min(Adj_Roa_{i,t}) \quad (5.3)$$

之后对前文结果重新回归，结果如附表 5 第（2）列所示，具有金融背景的 CEO 与企业风险承担显著正相关，再次验证了本文研究结果的可靠性。

4.改变模型。通过构建模型（5.4）~（5.6）对异质性分析结果进行稳健性检验。回归结果如附表 5 第（3）~（5）列所示，结果显示，CEO 金融背景与产权性质的交乘项在 5%的水平上显著负相关，说明在非国有的企业中，具有银行和金融行业从业经历的 CEO 更能提高企业的风险承担水平；分析师关注与 CEO 金融背景交乘项在 5%的水平上显著负相关，这说明分析师对企业的关注越低，CEO 金融背景对企业风险承担的提升越明显；同时，CEO 金融背景与 CEO 持股交乘项在 1%的水平上显著正相关，说明相较于具有金融机构或银行从业经历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，均与上述结论一致，结果的稳健性得以验证。

$$Risk_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Finance_{i,t} + \beta_2 Soe_{i,t} + \beta_3 Finance_{i,t} * Soe_{i,t} + \beta_j \sum Controls_{i,t} + Ind + Year + \varepsilon_{i,t} \quad (5.4)$$

$$Risk_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Finance_{i,t} + \beta_2 FXS_{i,t} + \beta_3 Finance_{i,t} * FXS_{i,t} + \beta_j \sum Controls_{i,t} + Ind + Year + \varepsilon_{i,t} \quad (5.5)$$

$$Risk_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Finance_{i,t} + \beta_2 CEOshare_{i,t} + \beta_3 Finance_{i,t} * CEOshare_{i,t} + \beta_j \sum Controls_{i,t} + Ind + Year + \varepsilon_{i,t} \quad (5.6)$$

附表 5 稳健性检验：替换变量与改变模型

Variables	(1) Risk1	(2) Risk2	(3) Risk	(4) Risk	(5) Risk
Finance	0.005** (2.51)	0.009*** (2.70)	0.007** (2.49)	0.007*** (2.65)	-0.001 (-0.27)
Soe			-0.006*** (-8.02)		

Finance* Soe			-0.007**		
			(-2.28)		
FXS				0.000	
				(-0.09)	
Finance* FXS				-0.007**	
				(-2.04)	
CEOshare					0.003***
					(4.04)
Finance* CEOshare					0.011***
					(2.81)
Size	-0.006***	-0.010***	-0.005***	-0.006***	-0.005***
	(-11.49)	(-12.65)	(-10.97)	(-10.54)	(-12.67)
Lev	0.049***	0.080***	0.048***	0.047***	0.043***
	(13.51)	(14.32)	(13.46)	(12.88)	(14.12)
Cash	-0.027***	-0.024**	-0.020***	-0.018***	-0.014**
	(-3.86)	(-2.14)	(-2.91)	(-2.66)	(-2.34)
Indep	0.025***	0.043***	0.025***	0.025***	0.022***
	(3.49)	(3.75)	(3.56)	(3.66)	(3.40)
Eduback	0.004***	0.009***	0.005***	0.005***	0.005***
	(3.51)	(4.51)	(3.75)	(3.87)	(3.90)
Seaback	0.002***	0.003***	0.001	0.002**	0.002***
	(2.70)	(2.68)	(1.46)	(2.40)	(2.69)
Balan	0.001	0.003	0.000	0.002	0.001
	(0.93)	(1.22)	(0.31)	(1.22)	(0.97)
Inst	-0.004***	-0.007***	-0.001	-0.003**	-0.005***
	(-2.62)	(-2.77)	(-0.55)	(-2.31)	(-3.49)

Age	0.000 (-0.02)	0.000 (0.29)	0.002 (1.61)	0.000 (0.33)	0.000 (-0.20)
ExN	-0.001*** (-9.28)	-0.002*** (-9.66)	-0.001*** (-9.00)	-0.001*** (-9.64)	-0.001*** (-9.11)
TOP1	-0.029*** (-10.60)	-0.049*** (-10.37)	-0.027*** (-9.99)	-0.028*** (-10.11)	-0.028*** (-9.84)
_cons	0.152*** (16.25)	0.270*** (17.67)	0.143*** (15.66)	0.151*** (15.39)	0.145*** (16.92)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Ind	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	28119	28119	28119	28119	27649
r2_a	0.072	0.074	0.070	0.068	0.070
F	34.91	35.17	32.21	31.58	31.86

6. 机制检验

附表 6 机制检验

Variables	(1) Lloan	(2) Sloan	(3) Risk	(4) Fin	(5) Risk
Finance	0.000 (0.13)	0.011*** (4.03)	0.005** (2.28)	0.010*** (4.54)	0.005** (2.52)
Sloan			0.032*** (8.19)		
Fin					0.013** (2.53)
Size	0.028*** (56.57)	0.018*** (31.81)	-0.003*** (-7.75)	0.002*** (5.72)	-0.006*** (-11.67)

Lev				-0.047***	0.048***
				(-19.62)	(13.23)
Cash	-0.101***	-0.297***	-0.028***	-0.025***	-0.019***
	(-14.97)	(-33.34)	(-3.70)	(-4.27)	(-2.71)
Indep	-0.005	-0.002	0.024***	0.032***	0.025***
	(-0.55)	(-0.17)	(3.41)	(4.27)	(3.61)
Eduback	-0.008***	-0.004*	0.005***	-0.005**	0.005***
	(-3.46)	(-1.77)	(3.64)	(-2.30)	(3.92)
Seaback	-0.003***	-0.005***	0.001	-0.002***	0.002**
	(-3.59)	(-3.92)	(1.35)	(-2.79)	(2.43)
Balan	-0.004*	-0.045***	0.000	-0.015***	0.002
	(-1.92)	(-17.94)	(-0.28)	(-8.63)	(1.33)
Inst	-0.011***	-0.011***	-0.002	0.009***	-0.003**
	(-5.02)	(-3.88)	(-1.27)	(4.64)	(-2.43)
Age	0.012***	0.020***	0.003***	0.017***	0.000
	(9.33)	(11.28)	(2.66)	(16.96)	(0.19)
ExN	-0.001***	0.000	-0.001***	-0.002***	-0.001***
	(-4.43)	(-0.41)	(-9.47)	(-8.83)	(-9.38)
TOP1	-0.033***	-0.090***	-0.032***	-0.026***	-0.028***
	(-7.68)	(-17.99)	(-11.57)	(-7.29)	(-9.93)
_cons	-0.523***	-0.165***	0.103***	-0.028***	0.152***
	(-42.05)	(-11.53)	(12.53)	(-2.97)	(16.40)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Ind	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	28119	28119	28119	28096	28096
r2_a	0.368	0.164	0.05	0.149	0.068

F	245.4	142.6	30.85	64.42	32.55
---	-------	-------	-------	-------	-------

7. 拓展研究

附表 7 进一步分析：拓展研究

Variables	(1) Digit	(2) Digit
Risk1	0.324** (2.40)	
Risk		0.288** (2.17)
_cons	-2.484*** (-14.78)	-2.478*** (-14.74)
Size	0.076*** (9.09)	0.076*** (9.06)
Lev	-0.343*** (-7.65)	-0.340*** (-7.61)
Cash	-0.574*** (-4.98)	-0.577*** (-5.01)
Eduback	0.180*** (6.93)	0.180*** (6.94)
Seaback	0.123*** (8.16)	0.123*** (8.17)
TOP1	-0.310***	-0.311***

	(-5.94)	(-5.96)
LNage	-0.011	-0.011
	(-1.13)	(-1.11)
Subs	0.040***	0.040***
	(12.33)	(12.33)
Capin	-0.008***	-0.008***
	(-3.23)	(-3.23)
Inst	0.030	0.029
	(0.78)	(0.77)
Indep	0.912***	0.912***
	(6.59)	(6.60)
Ind FE	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes
N	22335	22335
r2_a (r2_p)	0.382	0.382
F	435.2	435.5