CEO权力、外汇风险对冲决策与企业综合绩效

赵　峰（副教授），冯香菊，赵徕西，戚晓红（副教授）

【摘要】以北京上市跨境投资企业为样本，采用主成分分析法测度了CEO权力强度和企业综合绩效，并基于Baron-Kenny的中介效应模型检验了CEO权力、风险对冲决策与企业综合绩效之间的关系。研究发现：CEO权力与企业综合绩效显著正相关，与外汇风险对冲决策正相关，外汇风险对冲决策在CEO权力对企业综合绩效的影响中产生了中介效应，即CEO权力越大，越倾向于及时为企业做出外汇风险对冲决策，进而提高企业综合绩效。进一步将CEO权力区分为四种分维度权力时，发现只有CEO组织权力与企业绩效显著正相关，而CEO的所有权权力、专家权力和声誉权力与企业绩效之间并不存在显著的相关关系。

【关键词】CEO权力；风险对冲决策；企业综合绩效；中介效应模型

【中图分类号】F275　　【文献标识码】A　　【文章编号】1004-0994(2017)14-0011-7

一、引言

作为“一带一路”战略的重要节点，近年来北京市积极响应国家的“一带一路”和“走出去”战略，对外投资迅猛增长。2014年和2015年我国相继发起成立“丝路基金”和“亚洲基础设施投资银行”，这一系列国家战略的实施无疑也为北京市企业参与跨境投资提供了良好的机遇。特别地，在整个国家经济下行、产能过剩的大背景下，北京市也不能独善其身，而鼓励北京企业走出去“跨境投资”无疑有助于化解当前的困境。2015年3月，北京市政府表示，为了配合国家的“一带一路”战略，将推进“跨境投资”审批制度改革，从产业政策、信贷融资等方面对北京市企业赴外投资予以大力支持。统计数据显示，截至2016年7月，北京市对外跨境投资的企业和机构多达3551家，协议投资金额820.35亿美元，实际投资金额413.89亿美元。仅2016年1月~7月，北京市赴国外投资的企业就已达813家，协议投资额145.20亿美元，同比增长50.8%。可以预见，未来几年北京市企业仍将维持较高水平的跨境投资规模。

随着对外投资的增加，越来越多的北京市企业开展了跨国经营业务，而这会面临很多风险，外汇风险首当其冲。因此通过外汇风险对冲措施来防范汇率风险，减少汇率波动对企业综合绩效的影响，对于跨境投资的成功至关重要。在现代企业制度下，公司所有权与经营权的分离使得以CEO为代表的职业经理人在公司决策中的作用日益凸显，CEO权力的大小对外汇风险对冲决策和企业综合绩效的影响也日益明显。因此，本文试图回答如下问题：第一，北京市跨境投资企业的CEO权力对企业综合绩效的影响是正向的还是负向的？第二，北京市跨境投资企业的CEO权力大小对企业外汇风险对冲决策会产生什么影响？第三，外汇风险对冲在CEO权力对企业综合绩效的影响中是否存在中介效应？第四，在构成CEO权力的四种分维度权力之中，到底是哪种分维度权力的作用更大？本文希望通过深入研究给出合理答案，从而为提升北京市跨境投资企业的公司治

【基金项目】国家社会科学基金项目“中国跨境投资企业的外汇风险敞口测度、对冲动因与效果评价研究”（项目编号：15BGL020）；北京市社会科学基金项目“北京跨境投资企业的外汇风险敞口测度、对冲动因与效果评价研究”（项目编号：16YJB010）；北京市社科联青年项目“北京跨境投资的外汇风险对冲绩效研究”（项目编号：2015SKL017）；北京工商大学研究生科研能力提升计划项目、首都流通业研究基地项目（项目编号：PXM2016-014213-000014）

理水平、优化外汇衍生品投资决策机制、提高企业的跨境投资绩效提供一些参考意见。

二、研究假设的提出

（一）CEO权力与企业综合绩效

关于如何衡量CEO 权力，学术界存在多种测度方法，目前使用较多的是Finkelstein（1992）的权力模型，国内的李小荣等（2015）、代彬等（2016）也使用过此方法。因此，本研究也沿袭Finkelstein（1992）的分类方式，根据内外部资源的不确定性，将权力分为所有权权力（Ownership Power）、组织权力（Structural Power）、专家权力（Expert Power）和声誉权力（Prestige Power）四类。

1. *所有权权力*。所有权权力是指CEO对公司股份的控制权，表现为持股比例和公司实际控制人情况。持有较多股份的CEO在公司的所有权权力较大、话语权较强，对公司决策的影响力就较大。同时，持股比例的高低关乎高管个人权益大小，高管希望提升企业绩效，以期从企业绩效中获得更多个人收益，因此所做决策会倾向于提升公司绩效。此外，CEO所有权权力越大，对公司的心理归属感就越强，会把提升公司绩效当作毕生事业来做，倾注精力就越多。Jensen和William（1976）认为高管持股和企业绩效有利益趋同效应，持股比例越高，高管损害企业绩效的可能性越小。Cui（2002）以纽交所研发类企业为例，发现高管持股和企业绩效之间呈W型而非线性关系，企业绩效随持股数量的增加呈现先下降后上升、再下降最终上升的趋势。Drakos和Bekiris（2010）以2000～2004年间希腊146家公司为研究对象，发现高管持股和企业绩效之间呈正向相关关系。此外，公司的实际控制人也会影响CEO权力的大小，以此决定CEO对公司经营决策权的大小，最终也会影响企业绩效。

2. *组织权力*。组织权力是基于组织结构和职能层级的控制力和影响力，CEO组织权力越大说明CEO的控制能力和影响能力越强。影响组织权力的因素较多，如是否为内部董事、独董比例高低和是否两职兼任等。CEO为内部董事时，作为董事会成员的双重身份，权力较非董事会成员身份的CEO权力大，这会缩短决策时间，减少代理成本，决策效率更高。独立董事作为公司的外部人员，与公司没有直接利益关系，决策会从公司整体利益出发，能更好地发挥对董事会的监督作用，因此独董比例较低时，CEO组织权力较大。现代管理理论认为CEO兼任董事长会增强其责任感，激发其工作热情和有效行动。近年来很多学者实证检验了CEO组织权力对企业绩效的影响。Yang和Zhao（2014）研究了1989年加拿大—美国自由贸易协定的外生冲击，发现面临激烈竞争时，CEO两职兼任的公司比两职分离公司业绩表现高出3%～4%，原因在于两职兼任能够减少信息成本、提高决策速度。Pham（2015）等以越南公司为例，发现CEO两职兼任公司比两职分离公司能获得更高的额外收益和更好的业绩增长。

3. *专家权力*。专家权力是从工作经验、知识、教育背景和职称等方面来衡量管理者在某一领域的能力。一般认为学历越高、有良好教育背景的CEO更熟知公司业务，经验丰富，学习能力强，治理公司的效率更高，业绩更好，所具有的专家权力更大。此外，高学历的CEO拥有的人脉关系和优质资源更多，掌握信息更全面，所作决策更接近于公司实际。高级职称代表了其在相关领域的优势和技能，对信息掌控、趋势分析、鉴别决策优劣有非凡能力，具有高级职称的CEO能够快速整合相关信息，使决策更加科学。但对于CEO专家权力与企业绩效的关系目前没有定论。Sitthipongpanich和Polsiri（2015）发现有业务经验的家族CEO能提升企业绩效，而拥有博士学位的家族CEO与企业绩效负相关。姚冰堤（2014）以我国A股公司为样本，发现CEO的专家权力调节了高管团队职能异质性与企业绩效间的负向关系。张璇（2015）以2012～2014年沪深A股上市公司为例，发现CEO学历与企业绩效显著正相关。

4. *声誉权力*。声誉权力是衡量CEO权力大小的另一重要指标，主要体现为管理者的任职年限、年龄、声誉和名望。CEO任职年限越长，工作经验越丰富，所做决策越有利于企业绩效的提升。如果CEO在其他单位任职，说明该管理者的管理能力强且声誉好，员工的依存度和信任感更强，决策执行力会更强。并且CEO考虑到自身影响，从维护名誉和声望出发，决策会更加合理和有效，也会促使企业绩效的提升。对CEO任期与企业绩效之间的关系已有很多研究。陈守明（2010）以沪市197家制造业企业为样本，研究发现CEO任期与企业价值呈倒U型关系。张照坤等（2011）以87家沪深两市机械行业上市公司为研究对象，认为CEO任期与企业绩效显著正相关。而张璇（2015）研究认为随着任期延长，CEO开始谋求自身利益而减少对研发的投入，损害了企业绩效。在声誉研究方面，于佳禾（2014）以我国A股167家并购企业为样本，研究发现民营企业CEO较高的声誉能够带来更高的企业并购绩效。

综合上述四个维度对于CEO 权力的分析，本文提出如下假设：

假设1：CEO权力与企业综合绩效正相关。

（二）CEO权力与外汇风险对冲决策

委托代理理论认为，管理者作为代理人，其职业发展和企业绩效密切相关。企业是否使用外汇风险对冲是企业的一项重大决策，该决策能否通过董事会审议与CEO权力大小相关度极高。Daniel和Rogers（2002）研究了企业高管动机对于风险对冲决策的影响，发现高管的风险动机和衍生工具的持有数量显著负相关，CEO使用外汇风险对冲的目的是套期保值而非投机。Bertrand 和 Mullainathan（2003）认为CEO偏好平静的生活，这种偏好会随年龄的增加而增加。因为随着年龄的增加，时间和精力会相对不足（Roberts和Rosenberg，2006），冒险性决策的成本相对更大，所以CEO倾向于利用衍生品来做套期保值。Stulz（1984）的研究则表明，CEO是否使用外汇衍生品来对冲风险取决于他对于自身避险成本和对冲成本的权衡。Smith 和Stulz（1985）研究认为，一般来说企业的CEO并不会以企业价值最大化为目标，但是当CEO持有较多本企业股票时，情况则会发生变化，特别是那些风险厌恶的CEO会出于自身利益最大化的目的使用外汇衍生品对冲风险。综合上述分析，本文提出如下假设：

假设2：CEO权力越大，进行外汇风险对冲的倾向性越高。

（三）外汇风险对冲决策在CEO权力和企业综合绩效之间的中介效应

CEO权力对企业综合绩效除了产生直接影响，还可能通过一些间接渠道来产生影响，例如，CEO权力可通过影响对外投资、兼并收购、在职消费等方面来间接影响企业的综合绩效。由于本文侧重点在于CEO权力是否可以通过影响企业的外汇风险对冲决策来间接影响企业的综合绩效，因此，本文选用外汇风险对冲决策这一指标作为中介效应的代理变量。

如果企业CEO的所有权权力、组织权力、专家权力和声誉权力等方面较为孱弱，即CEO的权力较小，那么CEO可能不会对公司的正常运营做到有效管理，公司出现了外汇风险敞口时也不能快速决策以对冲风险，从而可能会最终导致企业价值受损。反之，如果企业CEO拥有较多的企业股份、组织能力较强、经验丰富并且声誉优良，即CEO的权力较大，那么一旦企业出现外汇风险问题其就能够快速决断，对冲外汇风险，从而给企业的综合绩效带来较好的影响。此过程说明，外汇风险对冲在CEO权力对企业综合绩效的影响中产生了中介效应，即CEO权力越大，越倾向于及时为企业做出外汇风险对冲决策，进而提高企业综合绩效。基于此，本文提出如下假设：

假设3：外汇风险对冲决策在CEO权力对企业综合绩效的影响中会产生中介效应。

三、研究设计

（一）样本选取和数据来源

本文以2007～2014年在沪深A股上市、注册地为北京市的跨境投资企业为研究样本，跨境投资企业的界定为披露了跨境股权类直接投资、非股权类直接投资、证券投资以及跨境其他投资等数据的企业，为保证数据的代表性，剔除了*ST、ST公司以及金融行业的公司，同时为了保证数据的完整性，剔除营业收入、资产负债率、股权集中程度指标缺失的公司，最终得到173个样本。托宾Q值、资产负债率和账面市值等数据来源于Wind数据库和国泰安数据库。通过手工搜集2007～2014年北京市上市跨境投资企业的年报，得到企业的外汇风险对冲数据，本文使用的计量软件是SPSS 19.0。

（二）变量定义

1. CEO权力。国外的研究对象多为CEO，在我国上市企业中，总经理担任企业代理人角色，是决策的代表，因此本文的CEO指的是总经理。本文沿用Finkelstein（1992）的分类方法把CEO权力分为所有权权力、组织权力、专家权力和声誉权力四个维度，国内的李小荣等（2015）也采用此方法。对于四个维度的衡量，具体来说，本文采用高管持股、实际控制人性质这两个变量衡量CEO的所有权权力，用CEO担任公司内部董事、两职兼任、独董比例这三个变量来衡量组织权力，用学历和高级职称来衡量专家权力，以任职期限、外部就职来衡量CEO声誉权力。然后，本文对这四大维度的九个指标进行主成分分析，对以上指标提取公因子，然后以每个指标的方差为权重，加权平均后得到衡量CEO权力的综合指数（Power），即：

$$Power_i=\sum_{j=1}^{9}(X_{ij}\times T_{ij}),j=1,2,\cdots,9 \qquad (1)$$

其中：$Power_i$代表第i个公司CEO综合权力指标；X_{ij}表示第i个公司的第j个因子得分；T_{ij}表示第i个公司的第j个因子的方差贡献率（即权重）。

2. 外汇风险对冲决策。企业进行外汇风险对冲的工具包括外汇远期、外汇掉期、外汇期权和货币互

换等。由于公司年报披露的不完全性，很多公司只披露了所使用外汇衍生工具的种类，而未披露具体金额，为保证样本数据的可得性，本文采用虚拟变量来衡量外汇风险对冲决策，如果企业使用了外汇衍生品来做风险对冲，则该企业的外汇风险对冲决策指标取值为1，反之为0。

3. 企业综合绩效。企业绩效的评估方法有很多，最常用的是托宾Q值法，此外还有期权法、现金流折现法、经济附加值法、账面价值现金流法、价格比率法和Black-Scholes模型等。单一指标不能全面评估企业一定时期的业绩，因此有必要构建综合绩效指标。本文参照赵坤（2012）对企业绩效评估体系的分类，选用市场法下的价格比率法，包括市盈率、市净率、市销率和托宾Q值，通过主成分分析法，对以上四个指标提取公因子，计算得到企业综合绩效指标（FirmV）。本文的主要变量定义和计算方法参见表1。

（三）模型设定

首先，构建CEO权力对企业综合绩效的影响模型：

$$FirmV=\alpha_0+\alpha_1Power+\alpha_2Leve+\alpha_3Size+\alpha_4Struct+\alpha_5Income+\alpha_6Owner+\alpha_7Meet+\alpha_8Profit+\alpha_9Revenue+\alpha_{10}Asset+\varepsilon \quad (2)$$

其次，采用Logistic回归模型构建CEO权力对外汇风险对冲决策的影响模型：

$$Fexd=\beta_0+\beta_1Power+\beta_2Leve+\beta_3Size+\beta_4Struct+\beta_5Income+\beta_6Meet+\beta_7Profit+\beta_8Revenue+\beta_9Asset+\varepsilon \quad (3)$$

最后，在模型（2）的基础上加入中介变量（外汇风险对冲决策），检验外汇风险对冲决策在CEO权力对企业综合绩效的影响中是否存在中介效应。

$$FirmV=\gamma_0+\gamma_1Power+\gamma_2Fexd+\gamma_3Leve+\gamma_4Size+\gamma_5Struct+\gamma_6Income+\gamma_7Owner+\gamma_8Meet+\gamma_9Profit+\gamma_{10}Revenue+\gamma_{11}Asset+\varepsilon \quad (4)$$

本文采用系数乘积项检验法来考察外汇风险对冲决策的中介效应，检验统计量为：

$$z=\hat{a}\hat{b}/\sqrt{\hat{a}^2S_b^2+\hat{b}^2S_a^2} \quad (5)$$

其中，a和b分别对应模型（3）和模型（4）中的系数β_1和γ_2，S_a和S_b分别是β_1和γ_2的标准误。

四、实证分析

（一）描述性统计

表2列出了CEO权力、外汇风险对冲决策、资产负债率及企业综合绩效等各变量的描述性统计值，可以看出：①CEO权力的最小值为-1.287，最大

表1　各变量定义和计算方法

变量类型	变量名称			变量符号	变量定义
被解释变量	企业综合绩效FirmV	市盈率		P/E	股价除以年度每股盈余
		市净率		P/B	每股股价与每股净资产的比率
		市销率		PS	股价除以每股销售额
		托宾Q值		Tobin´sQ	公司的市场价值/资产重置成本
解释变量	CEO权力Power	所有权权力	高管持股	Share	CEO持有本公司股份则取1，否则取0
			实际控制人性质	Hold	实际控制人是政府则取0，否则取1
		组织权力	担任公司内部董事	Inside	CEO担任内部董事则取1，否则取0
			两职兼任	Dual	CEO是否兼任董事长，是则取1，否则取0
			独董比例	Indep	独立董事比例是否超过平均数，超过取0，否则取1
		专家权力	学历	Edu	CEO是硕士及以上学历则取1，否则取0
			高级职称	Title	CEO具有高级职称则取1，否则取0
		声誉权力	任职期限	Time	CEO任职年限超过平均数则取1，否则取0
			外部就职	Part	CEO如果在外公司就职则取1，否则取0
	外汇风险对冲决策			Fexd	企业使用外汇衍生品则取1，否则取0
控制变量	财务杠杆			Leve	负债总额/资产总额
	资产规模			Size	公司净资产的自然对数
	资产结构			Struct	固定资产净额/资产总额
	营业收入			Income	本年度营业收入的自然对数
	股权集中度			Owner	公司第一大股东持股比率
	董事会会议次数			Meet	董事会当年会议次数
	公司利润			Profit	本年利润增长率，以利润增长额/上年末利润计算
	营业收入增长率			Revenue	营业收入增长额/上年营业收入总额
	总资产增长率			Asset	资产增加额/上年资产总额

值为1.056，均值为0.037。②外汇风险对冲决策的标准差为0.211，说明波动较小，原因在于本文使用虚拟变量，去除了不同公司在外汇风险对冲规模上的差异。在所有样本公司中，使用外汇风险对冲的比例仅为4.6%，说明北京跨境企业使用外汇衍生品进行风险对冲的比例较低，可能的原因在于有些企业没有意识到外汇风险对冲的巨大作用。③第一大股东持股比例最小值为10.52%，最大值为80.65%，标准差为17.544%，说明各样本公司股权制衡水平差异较大。④各个公司之间董事会会议次数、利润增长率、营业收入增长率的差别也较大。

表 2　　主要变量的描述性统计

变量名称	样本数	最小值	最大值	均值	标准差
Power	173	−1.287	1.056	0.037	0.536
Fexd	173	0	1	0.046	0.211
Leve	173	0.018	0.848	0.434	0.232
Size	173	15.883	26.006	21.893	1.603
Struct	173	0.0034	0.874	0.202	0.210
Income	173	15.883	27.408	21.654	1.801
Owner	173	0.1052	0.8065	0.41857	0.17544
Meet	173	3	35	10.73	4.726
Profit	173	−8.844	9.764	0.225	1.354
Revenue	173	−0.917	20.114	0.379	1.606
Asset	173	−0.456	3.273	0.256	0.421
FirmV	173	−0.818	6.892	−0.000	1.000

（二）相关性检验

表3列出了各变量之间的相关性检验结果，从主要变量的Pearson相关系数矩阵可以看出，除营业收入和公司规模的相关系数较大之外，其他各个系数之间的相关系数均小于Lindetal（2002）的门槛值0.7，说明各主要变量之间不存在严重的多重共线性问题。影响CEO权力的各变量中，独董比例、高级职称和任职期限与CEO权力的相关系数分别为−0.042、−0.210和−0.234，说明独立董事人数、具有高级职称和任期与CEO权力负相关，其余构成CEO权力的各个维度变量与CEO权力正相关。CEO权力与企业综合绩效的相关系数为0.363，且在1%的水平上显著，说明CEO权力越大，企业综合绩效越高，初步证明了假设1。

（三）多元回归分析

为进一步检验CEO各维度权力和CEO综合权力对企业综合绩效的影响程度，我们分别把所有权权力、组织权力、专家权力和声誉权力作为自变量与企业综合绩效做回归分析，并与CEO综合权力进行对比，具体参见表4。由表4的回归结果可知，组织权力回归系数为0.825，且在1%的水平上显著，说明CEO同时兼任内部董事和董事长时，拥有的组织权力更大，更有利于企业综合绩效的提升。所有权权力和声誉权力的系数分别为0.101和0.167，即所有权权力和声誉权力有助于企业综合绩效的提升，但是回归结果不显著。专家权力的系数为−0.194，说明CEO的专家权力不利于企业综合绩效的提升，这与Thitima和Piruna（2015）发现CEO学历与企业绩效负相关的研究结果一致，可能的原因是CEO学历越高越注重理论而轻实际，容易做出脱离实际的决策，从而损害企业绩效，不过本文专家权力的检验结果同样不显著。CEO综合权力的系数为0.539，且在1%的水平上显著为正，表明CEO综合权力对企业价值有显著正向影响，即CEO权力越大，企业综合绩效越高。但是由于专家权力的稀释作用，CEO综合权

表 3　　Pearson相关系数矩阵

	Power	Fexd	Leve	Struct	Size	Income	Owner	Meet	Profit	FirmV
Power	1.000	−0.023	−0.249***	−0.414***	−0.445***	−0.318***	−0.403***	−0.020	0.048	0.363***
Fexd	−0.023	1.000	0.230***	0.350***	0.355***	0.395***	−0.096	−0.058	−0.041	−0.138*
Leve	−0.249***	0.230***	1.000	0.098	0.518***	0.654***	0.448***	0.331***	−0.102	−0.426***
Struct	−0.414***	0.350***	0.098	1.000	0.579***	0.471***	0.207***	−0.216***	−0.072	−0.157**
Size	−0.445***	0.355***	0.518***	0.579***	1.000	0.897***	0.319***	0.169**	−0.026	−0.528***
Income	−0.318***	0.395***	0.654***	0.471***	0.897**	1.000	0.334***	0.139*	−0.063	−0.591***
Owner	−0.403***	−0.096	0.448***	0.207***	0.319***	0.334***	1.000	−0.086	−0.049	−0.314***
Meet	−0.020	−0.058	0.331***	−0.216***	0.169**	0.139*	−0.086	1.000	−0.038	−0.196***
Profit	0.048	−0.041	−0.102	−0.072	−0.026	−0.063	−0.049	−0.038	1.000	0.101
FirmV	0.363***	−0.138*	−0.426***	−0.157**	−0.528***	−0.591***	−0.314***	−0.196***	0.101	1.000

注：***、**、*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著。下同。

力对企业综合绩效的影响程度比组织权力的影响程度小，但比所有权权力和声誉权力的影响程度要大。

表4　CEO权力、CEO各维度权力与企业综合绩效的回归结果

变量 / 参数	结果1	结果2	结果3	结果4	结果5
所有权权力	0.101 (0.466)				
组织权力		0.825*** (3.676)			
专家权力			−0.194 (−0.942)		
声誉权力				0.167 (1.034)	
CEO综合权力					0.539*** (4.109)
Leve	1.141** (2.397)	1.049*** (2.348)	0.994** (2.084)	1.121** (2.411)	0.645 (1.635)
Size	−0.013 (0.117)	0.031 (0.314)	−0.041 (−0.391)	−0.029 (−.279)	0.113 (1.130)
Struct	0.099 (0.248)	0.260 (0.677)	0.099 (.249)	0.133 (0.334)	0.821** (2.200)
Income	−0.360*** (−4.063)	−0.423*** (−4.989)	−0.307*** (−3.171)	−0.358*** (−4.165)	−0.439*** (−4.901)
Owner	−0.015*** (−3.429)	−0.014*** (−3.547)	−0.016*** (−3.820)	−0.016*** (−3.866)	−0.007* (−1.707)
Meet	−0.015 (−1.006)	−0.006 (−0.416)	−0.016 (−1.100)	−0.016 (−1.091)	−0.026* (−1.843)
Profit	0.068 (1.578)	0.065 (1.573)	0.062 (1.446)	0.066 (1.559)	0.071* (1.671)
Revenue	−0.076** (−2.116)	−0.095*** (−2.718)	−0.073** (−2.033)	−0.074** (−2.068)	−0.081** (−2.229)
Asset	−0.143 (−0.999)	−0.141 (−1.072)	−0.099 (−0.709)	−0.127 (−0.929)	−0.105 (−0.767)
行业	控制	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制	控制
R^2	0.422	0.444	0.416	0.419	0.464

注：括号内为t值。下同。

（四）中介效应检验

表5是CEO综合权力、外汇风险对冲决策的中介效应检验结果。在模型（1）中，CEO权力（Power）的系数α_1为0.539且在1%的水平上显著，说明CEO权力与企业综合绩效显著正相关，CEO权力越大，企业综合绩效越高，假设1得到验证。模型（2）中，CEO权力的系数β_1为0.077，且在5%的水平上显著，说明CEO权力和外汇风险对冲决策显著正相关，即CEO权力越大，公司越倾向使用外汇风险对冲规避汇率风险，假设2得到验证。在模型（3）中，CEO权力的系数γ_1为0.537，并在1%的水平上显著，但是要比模型（1）的系数α_1下降0.002（0.539−0.537），降幅为0.37%，这说明在加入外汇风险对冲决策对企业综合绩效的影响后，CEO权力对企业绩效的影响程度有所下降，初步判断外汇风险对冲决策在CEO权力对企业绩效的影响中可能产生了中介效应。外汇风险对冲决策的系数γ_2为正但不显著，这意味着外汇风险对冲交易能够对公司绩效起到正面影响，但影响不显著。根据Baron等（1986）的中介效应模型原理，如果β_1，γ_2至少有一个不显著，需要做Sobel检验。在本文结果中，β_1显著而γ_2不显著，因此，通过Sobel检验可得Sobel−Z值为1.978，且在10%的水平上显著，可以判断外汇风险对冲决策产生了显著的中介效应，从而印证了假设3。

表5　CEO综合权力、外汇风险对冲决策的中介效应检验结果

变量 / 参数	模型（1）	模型（2）	模型（3）
	因变量FirmV	因变量Fexd	因变量FirmV
Power	0.539*** (4.109)	0.077** (2.267)	0.537*** (4.062)
Fexd			0.051 (0.163)
Leve	0.645 (1.635)	0.085 (0.856)	0.633 (1.576)
Size	0.113 (1.130)	−0.004 (−0.152)	0.113 (1.125)
Struct	0.821** (2.200)	0.289*** (2.872)	0.807** (2.099)
Income	−0.439*** (−4.901)	0.036 (1.489)	−0.440*** (−4.876)
Owner	−0.007* (−1.707)		−0.006 (−1.574)
Meet	−0.026* (−1.843)	−0.003 (−0.770)	−0.026* (−1.794)
Profit	0.071* (1.671)	0.002 (0.172)	0.071* (1.664)
Revenue	−0.081** (−2.229)	0.003 (0.340)	−0.081** (−2.225)
Asset	−0.105 (−0.767)	−0.023 (−0.633)	−0.104 (−0.759)
行业	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制
R^2	0.538	0.238	0.538
Sobel−Z		1.978*	

为了进一步测试CEO各维度权力、外汇风险对冲决策的中介效应，本文对CEO的所有权

权力、组织权力、专家权力和声誉权力等分别作中介效应检验，检验结果如表6所示。

表6　　CEO各维度权力、外汇风险对冲决策的中介效应检验结果

	CEO综合权力			所有权权力			组织权力		
	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(1)	模型(2)	模型(3)
CEO权力	0.539*** (4.109)	0.077** (2.267)	0.537*** (4.062)	0.101 (0.466)	−1.635 (0.509)	0.111 (0.507)	0.825*** (3.676)	2.104 (0.927)	0.824*** (3.657)
Fexd	—	—	0.051 (0.163)	—	—	−0.006 (−0.021)	—	—	0.040 (0.135)
其他变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	173	173	173	173	173	173	173	173	173
R^2	0.538	0.238	0.538	0.422	0.202	0.499	0.444	0.216	0.520
Sobel-Z	1.978*			−0.41			0.93		

	专家权力			声誉权力		
	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(1)	模型(2)	模型(3)
CEO权力	−0.194 (−0.942)	−0.203 (0.009)	−0.190 (−0.915)	0.167 (1.034)	0.552 (0.771)	0.167 (1.026)
Fexd	—	—	−0.432*** (−4.958)	—	—	0.071 (1.026)
其他变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	173	173	173	173	173	173
R^2	0.416	0.225	0.494	0.419	0.213	0.497
Sobel-Z	0.09			0.28		

由表6可知，从组织权力角度来看，在模型(1)中，没有外汇风险对冲决策中介作用的情况下，组织权力的系数为0.825，且在1%的水平上显著，说明组织权力对企业综合绩效的影响显著为正。在外汇风险对冲决策的作用下，组织权力的系数变为0.824，且在1%的水平上显著，降幅为1.21%，说明外汇风险对冲决策调节了组织权力对企业综合绩效的影响，起到了一定的中介作用。在模型(2)中没有发现所有权权力、组织权力、专家权力和声誉权力对企业外汇风险对冲决策有显著影响。由模型(3)的检验结果可知，由于结果不显著，可以判断外汇风险对冲决策在CEO的所有权权力、专家权力及声誉权力对企业综合绩效的影响中没有产生中介效应。

五、研究结论

本文以北京市上市跨境投资企业为样本，使用主成分分析法测度了CEO权力强度和企业的综合绩效，并基于Baron-Kenny中介效应模型检验了CEO权力、风险对冲决策与企业绩效的关系。研究发现：①若将CEO的所有权权力、组织权力、专家权力和声誉权力等权力集合成CEO综合权力，则CEO综合权力与企业综合绩效显著正相关，即CEO权力越大，企业综合绩效越好。②CEO综合权力与外汇风险对冲决策正相关，即企业面临汇率波动风险时，CEO综合权力越大，其受到的限制越少，越有利于CEO为企业及时做出外汇风险对冲决策。③外汇风险对冲决策在CEO权力对企业综合绩效的影响中产生了中介效应，即CEO综合权力越大，越倾向于及时为企业做出外汇风险对冲决策，进而提高企业综合绩效。④进一步将CEO综合权力区分为四种分维度权力时，发现只有CEO的组织权力与企业绩效显著正相关，而CEO的所有权权力、专家权力和声誉权力与企业综合绩效之间并不存在显著的相关关系。本文丰富了CEO权力与企业价值的相关研究，也对完善高管决策和企业外汇风险管控机制具有重要意义。

主要参考文献：

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

李小荣，董红晔，张瑞君. 企业CEO权力影响银行贷款决策吗[J]. 财贸经济，2015(7).

代彬，杨柏，彭程. 股东资源、CEO权力与企业国际化战略[J]. 国际商务，2016(3).

陈守明，李杰，余光胜. 我国CEO任期与企业绩效关系实证研究[J]. 商业研究，2010(4).

Yang T., Zhao S.. CEO Duality and Firm Performance: Evidence from an Exogenous Shock to the Competitive Environment[J]. Journal of Banking and Finance, 2014(49).

Sitthipongpanich T., Polsiri P.. Do CEO and Board Characteristics Matter? A Study of Thai Family Firms[J]. Journal of Family Business Strategy, 2015(6).

作者单位：北京工商大学经济学院，北京100048