

社会关系与社会经历对资本市场影响研究进展^{*}

蔡庆丰 郭春松 黄凯松

内容提要:资本市场中的基金经理、证券分析师和上市公司高管等各类市场主体处于纷繁复杂的社会关系网络之中。他们彼此之间的社会关系及其背后“隐藏”的信息流和资金流都不可避免地会对他们的投资决策产生切实而深刻的影响,进而影响公司金融和资产定价。社会关系是一种“横向的联系”,而社会经历则是一种“纵向的联系”,资本市场中的各类市场主体的成长经历和社会履历同样也会影响其投资决策。近年来,这一领域的研究成为西方金融学界研究的热点,并取得了一系列成果。本文对资本市场中的社会关系、社会经历及其市场影响这两个领域的研究脉络和研究进展进行综述和梳理,以期唤起国内学者对社会关系、社会经历与资本市场之间相互影响问题的充分关注。

关键词:资本市场 社会关系 社会经历

一、引言:经济人—有限理性人—社会人

在有效市场假说(Efficient Market Hypothesis, EMH)的研究框架下,金融市场的参与者被假设为“理性经济人”,他们近乎天人,具有完全理性,能够客观地对市场上的所有信息做出正确反应。然而,严格的假设也使其在面对诸多市场异象时陷入了难以自圆其说的窘境。20世纪90年代兴起的行为金融学将EMH中的“理性经济人”还原为更贴近生活的“普通人”,他们生动而平凡,往往表现为有限理性,并容易受情绪影响。然而,现实中的市场参与者并非独自或“绝缘地”活跃于金融体系的信息与资金中。他们在进入资本市场成为投资者、公司高管、基金经理和证券分析师的同时,也作为“同乡”、“同学”和“同事”处于纷繁复杂的社会关系网络(Social Connection)中,同时也构成社会关系网络的一部分。而这些“或亲或疏”的社会关系及其背后“隐藏”的信息流和资金流,以及在社会关系网络的成长经历和社会履历中所形成的性格品质、处事风格和风险偏好等个人特质,都不可避免地会对上述市场参与者的投资决策产生切实而深刻的影响,进而影响资

本市场的公司金融和资产定价,也影响资本市场运行的公开、公正和公平。如果说社会关系是市场参与主体的一种“横向的社会联系”,它可以是“现时的”,也可以是“历史的”;那么,包含成长经历和社会履历的社会经历则是一种“纵向的社会联系”,它往往是“历史的”。总而言之,资本市场参与者不仅受自身内在认知的(Cognitive)和心理的(Psychological)因素影响,也受外在的各种社会关系的影响;而他的成长经历和社会履历也会对其认知和心理产生潜移默化或深刻显著的影响,进而影响其在资本市场中的决策和行为。这一命题近乎不辩自明,但金融学者对于这一领域的实证研究却才刚刚兴起。哈佛大学和芝加哥大学的三位教授Cohen, Frazzini & Malloy(2008, 2010)在这一领域做出了开创性的贡献,他们研究发现,私人信息会通过校友关系在基金经理、公司高管和分析师之间传递,进而影响资产配置和投资收益。他们的研究开启了金融学界对这个领域的重视,相关研究成果近两三年陆续在国际顶尖经济学和金融学期刊(JPE, JF, RFS, JFE)发表,成为西方金融学术界的一个研究热点。而对于市场参与主体的研究假定:从“理性经济人”到“有限理性

^{*} 蔡庆丰、黄凯松,厦门大学经济学院,邮政编码:361005,电子邮箱:qfcai@sina.com, qfcai@xmu.edu.cn;郭春松,中国银监会福建监管局,邮政编码:350000。基金项目:国家社会科学基金重大项目(15ZDA028)、国家自然科学基金面上项目(71373219);中央高校基本科研业务费项目(2013221012)。感谢匿名审稿人的修改建议,文责自负。

人”再到“社会人”，也体现了现代金融研究越来越接近市场的现实情况和投资者的真实反应。

与西方成熟市场国家相比，中国更是一个典型的人情社会。“人脉”、“关系”、“圈子”等社会关系对社会经济运行和金融体系运作的影响更为全面和深刻，而资本市场作为现代经济、金融、信息和财富的核心所在，更是汇聚和牵连着大量纷繁复杂的社会关系和人脉资源。因此我们认为，在中国，社会关系网络对资本市场的影响比西方成熟市场更为深刻。中国资本市场此起彼伏的利益冲突、内幕交易、市场操纵等有违市场公平和秩序的行为背后都存在着社会关系网络的影响因素。近年来，通过“大数据”，捕捉关联账户之间的关联交易也成为监管当局侦测内幕交易和市场操纵等行为的重要手段。近期披露的一些影响我国资本市场的重特大案件中，涉案人员之间的社会关系（典型如新近被调查的证监会主席助理张育军和中信证券总经理程博明之间的校友关系）更是引起了社会的关注。然而在我国，探讨社会关系网络对资本市场的影响的相关研究仍未引起国内金融学者们的足够重视。本文拟对近几年西方金融学界关于资本市场各类参与主体的社会关系、社会经历及其对市场影响的研究脉络和研究成果进行梳理，以期引起国内学者对该问题的进一步关注。

二、社会关系和社会经历的内涵及研究热点

（一）社会关系的内涵及学术研究的热点

社会关系指的是社会中人与人之间的关系，文献中一般为 Social Networks、Social Ties 或者 Social Connection。要研究社会关系网络对资本市场的影响，首先需要对社会关系进行界定，以便在经验研究中选取适当的代理变量。由于不同学者关注问题的角度不同以及制度背景的差异，目前对社会关系的研究并没有一致的定义和度量方法。本文对这些文献进行梳理之后大致将社会关系归纳为以下几种情况。

1. 校友关系。校友关系是学术界首先关注和重点研究的一种社会关系类型，定义校友关系的主要方法是：若双方的高管（包括 CEO 和董事，下同）、证券分析师、基金经理等代理人（下同）曾经同校就读、同年毕业且取得同等学历，则可认为两者之间具有校友关系（Cohen, Frazzini & Malloy, 2008; Engelberg et al, 2012; Shue, 2013）。为了检验校友关系

强度的影响并保证实证结果的稳健性，不少学者还按亲疏程度将校友关系进行分类。实证模型中一般都是用一个虚拟变量来度量校友关系，研究对象之间具有至少一条校友关系时取值为 1，否则为 0。此外，Butler & Gurun(2012)将研究对象的校友关系条数作为衡量校友关系网规模大小的变量。

2. 同事关系。西方学者在探讨社会关系时，校友关系和同事关系往往一并研究。同事关系可以分为当前的同事关系和曾经的同事关系（Fracassi, 2014; Cai et al, 2014）。当本方代理人在对方公司兼职或者双方代理人在同一第三方任职时，认定双方具有当前的同事关系。若双方代理人曾同时在同一公司担任重要职务，认定双方具有曾经的同事关系。

3. 同好关系（Social Ties via Activities）。若交易双方的市场主体是同一俱乐部、社会组织或者慈善机构的会员并在其中扮演积极角色，则可以认定双方具有同好关系（Engelberg et al, 2012; Cai et al, 2014）。当然，此处的俱乐部、社会组织或者慈善机构均需经过政府部门的认定和公示。

此外，也有些学者综合上述三种关系，设计了新的代理变量——社会关系指数 SNI（Social Network Index）。SNI 为虚拟变量，若双方代理人之间不存在上述任何一种社会关系，取值为 0，否则为 1。

4. 商务关系。商务关系是指交易或合作双方在过去有过大量业务往来，建立过较强的商业联系。Kuhnen & Camelia(2009)研究了基金公司与投资顾问公司之间商务关系，使用过去合作时间长短作为衡量商务关系程度的指标。

5. 地理位置关联。由于空间上的便利，地理位置相近的双方之间交流更为紧密，由此导致的信息传递必将影响双方的行为决策。而且处于同一地区的企业，面临着相同的人文和政治环境，经济行为会存在一定的趋同性（Parsons et al, 2014）。特别是对于同城的同行而言，往往存在着同伴效应（Peer Effect），即投资行为趋于一致（Hong et al, 2005; Shue, 2013）。在度量方面 Baschieri et al(2015)借鉴生态学的测量方法，引用了空间分散度指数（Spatial Dispersion Index）来量化公司的地理位置特征，该指数可以从周围其他上市公司的地理位置和投资者财富来定义公司的地理位置价值。

除上述五种社会关系外，值得一提的社会关系还包括“同军关系”和“共识关系”。同军关系是指双

方代理人曾在同一军队服役过,共识关系则指双方对世界的认知和信仰一致。上述所有关系均是双方之间的联系,是局部社会关系。也有学者开始研究全局的社会关系(Hochberg et al,2007)。在这些研究中,他们以资本市场主体在社会关系网络所处位置核心程度(Centrality)来度量社会关系的强度。

(二)社会经历的内涵和学术研究的热点

如果说,社会关系是一种“横向的社会联系”,它可以是“现时的”,也可以是“历史的”;那么,社会经历则是一种“纵向的社会联系”,它往往是“历史的”。我们可以将这种纵向的社会联系进一步划分为进入社会(以成年或者工作为节点)之前的人生经历(Life Experience)和进入之后的社会履历(Social Experience)。近年来,西方学者的研究通常以一个人进入社会开始工作为时间点,将社会经历划分为早期的成长经历和工作后的社会履历两种类型来进行研究。通过对文献进行梳理,学术界所关注的对资本市场有影响的社会经历主要有以下几类:

1. 灾难经历。灾难经历是指一个人在早年曾经经历过天灾、人祸(Bernile et al,2015)以及社会经济灾难(Malmendier & Nagel,2009;Knüpfer et al,2014)。天灾主要指地震、飓风等破坏性的自然灾害;人祸则包括亲人的意外失去和战争的纷扰;而社会经济灾难是指在特定年龄时期遭遇了严重通货膨胀,经济衰退甚至是经济危机,这种特殊的宏观经济环境会影响人的风险偏好以及对市场未来的预期。

2. 军队经历。军队服役经历是近年来广受金融学者关注的一种社会经历,指的是市场主体工作之前曾经在军队中服役过。Benmelech & Frydman(2015)认为军队中严明纪律和艰苦训练会塑造出更诚实和抗压性强的人。而且,Groysberg & Johnson(2010)还考虑将参军者按军种分为:陆军、海军陆战队、海军和空军四种类型,不同军种的生活有不同特征,对人的性格品质也有不同的影响。

3. 初始工作的经历。初始工作经历指的是我们所研究的对象在当前时点之前所参与的社会工作,这类经历将会丰富人的专业知识和工作经验。初始工作经历可按照过去工作所属行业以及公司类型进行划分,而 Custódio et al(2013)则根据过去的工作经历信息构建了 CEO 技能的全能型指数^①(Index of General Skills),全能型指数高表示 CEO 能胜任的工作职位和类型多。

4. 违法经历。学者所研究的违法经历主要指的

是公司高管在早期工作中的违法记录,这类经历主要包括财务造假、股票期权回溯^②(Options Backdating)和贪污受贿等经历。

上述几类社会经历是近年来西方学术界研究的热点,前两者可视为是成长经历,后两者可视为是社会履历。在影响强度的测度方面,已有文献多以某项经历的时间长短以及距离当前远近来度量经历的影响程度,而 Custódio et al(2013)提出的全能型指数则可以度量个人社会经历的丰富程度。

三、资本市场中的社会关系及其市场影响

Cohen,Frazzini & Malloy(2008,2010)研究发现私人信息会通过校友关系在资本市场的各类参与主体中传递扩散,进而影响资产配置和投资收益。他们的开拓性研究引发了西方学者对资本市场各类参与主体之间的社会关系及其市场影响的关注和兴趣。

(一)社会关系对资本市场各类参与主体行为决策的影响

1. 社会关系对上市公司的影响。上市公司是资本市场发展的基石,而上市公司高管的社会关系网络对公司的管理决策有至关重要的影响。Shue(2013)利用1949—2008年间哈佛商学院的校友信息研究校友关系对公司高管决策的影响时发现,相较于只具有一般校友关系的公司高管,就读于同一班级的公司高管,管理决策的相似性要显著高10%。这可能是由于高管们在相同的教育环境中潜移默化地形成了相似的商业理念,从而提高了管理决策的相似性。在此基础上,Fracassi(2014)利用S&P500(大市值)、S&P400(中市值)以及S&P600(小市值)指数的所有成分股公司的董事及高管的工作履历、教育背景和社会活动信息,研究了上市公司之间董事及高管的社会关联是否会影响到公司财务政策的制定。研究结果表明,两家公司之间的社会关系越密,它们的投资操作越相似。进一步的研究表明,上述结论同样适用于上市公司之间对研发(R&D)支出、销售与管理以及行政(SG&A)支出、现金留存、财务杠杆的决策,说明上市公司之间会基于社会关系在投资决策上进行信息交流或者相互借鉴。社会关系不仅使上市公司的投融资决策产生趋同现象,同时为双方业务往来提供方便,以实现最优化的生产经营。Cai & Sevilir(2012)选取了1996—2008年间美国上市公司的并购交易数据,研究了上

市公司之间董事的社会关系对两家公司之间的并购行为的影响。实证结果表明,交易双方董事的人脉关系能够使收购方降低支付对价。

上述研究结果反映了社会关系网络给关联企业带来的正面影响,然而不少文献也对其负面影响进行研究,主要体现在社会关系导致高管的行为决策损害公司业绩和声誉。Bizjak et al(2009)研究了不同公司董事之间的关系对于股票期权回溯这种争议做法的影响。实证结果显示,当公司的董事会成员与之前进行过股票期权回溯的公司存在社会关系时,该公司效仿执行股票期权回溯的概率将会提高1/3,这说明公司之间的社会关系可能会导致一些争议行为的相互效仿和蔓延扩散。而El-Khatib et al(2015)认为人脉过于丰富的CEO可能会造成公司内部权力失衡,他们选取了1999—2008年间S&P1500共4006位CEO的社会关系网数据,研究CEO所处关系网位置的核心程度(Network Centrality)对兼并收购活动的影响。结果显示,人脉集中的CEO虽然能高效地收集私人信息,但却热衷于公司的并购活动,通常会使得并购双方承担更大的价值损失。究其原因,人脉集中的CEO对公司决策的影响巨大,能够通过行政手段规避法律的惩罚,使用权利和影响力来保护自身,因此有通过并购活动占有更多私人收益的动机。除了不同公司高管之间的关系,Hwang & Kim(2012)通过选择美国1996—2005年间公开的财富100强企业作为样本,研究了审计委员会的监管疏漏是否与公司CEO和审计委员会成员存在社会关系相关。结果显示,当CEO与审计委员会存在社会关系,这种关系容易引起公司为完成盈余目标而取消盈余分配的行为,从而增加了公司的应计利润。而当CEO出售大量股份,或者新的CEO就职时,这种社会关系同样会为公司带来更多应计利润,公司也不愿意在收入重申时承认事实。这意味着,企业CEO与审计委员会的关系加剧了公司伪造账目行为的发生,不仅影响公司自身声誉,还会导致不良的社会氛围。

公司高管之间的社会关系显然会影响所在上市公司的投融资决策,学者进一步研究发现,即便公司高管之间不存在很直接明显的社会关系,但那些在规模、主营业务及行业地位等特征相似的公司(称之为同伴公司,Peer Firm),它们在投融资决策上往往存在着某种相关性,体现为一种隐形的同伴公司效益。Leary & Roberts(2014)利用1965—2008年间

美国证券研究中心共82644家上市公司的数据进行研究发现,公司自身的融资决策很大程度上受到同伴公司的资本结构和融资决策的影响,公司的杠杆比率往往会参照同伴公司的股权结构变化而进行调整,特别是规模小的公司受到规模大且业绩好的“榜样”同伴公司影响更显著。通过对影响因素的量化计算,在对公司产生外部效应的所有因素中,这种同伴效应占到70%。在近期的研究中,Parsons et al(2014)收集了美国10000多个财务造假及违法的样本。统计显示,公司的财务违法造假行为具有在一定区域集中的特点,不同区域的企业违法率有明显差异,经过对这种联动效应^③(Contextual Effect)出现的原因进行实证分析,文章排除了不同区域宗教文化等外生因素以及执法差异等外部冲击的影响,确认这种财务违法行为的联动效应是由内生的企业联系形成的同伴效应造成的。因此,这种隐性的社会关系同样会引起上市公司之间相互模仿的行为,进而影响上市公司的财务决策。

2. 社会关系对机构投资者的影响。除了上市公司高管外,社会关系也会对资本市场中的机构投资者、个人投资者以及投资银行和商业银行等其他金融中介产生影响。从共同基金这类最重要的机构投资者入手,诸多金融学者对不同类型的社会关系影响基金的投资决策行为分别进行了研究。

在较早的研究中,哈佛大学和芝加哥大学的三位教授Cohen, Frazzini & Malloy(2008)利用1990—2006年间美国共同基金的持股数据以及基金经理、上市公司高管的教育背景信息进行实证研究发现,私人信息会通过校友关系在基金经理和公司高管之间传递,进而影响机构投资者的资产配置和投资收益。基金经理倾向于将资产更多地配置于校友担任高管的上市公司,由此可以获得近7.8%的超额收益。此外,校友关系也会影响基金经理的投票决定。Butler & Gurun(2012)利用1992—2006年间美国共同基金持股数据以及所持股份的公司CEO薪酬和股东大会投票数据进行实证研究发现,与上市公司CEO有校友关系的基金公司在股东大会的高管限薪议案投票中,更倾向于投反对票,可以看出基金经理在执行投票权时倾向于做有利于校友的决策。

从机构投资者的商务关系(Business Connection)角度,Kuhnert & Camelia(2009)利用了美国证监会1993—2002年间共同基金数据库的数据提出,基金公司与投资顾问公司之间的商务关系在一定程

度上可以通过提高信息传递效率,缓解代理冲突问题,但又可能因为相互偏好与对方合作而导致公司经营无效率。实证结果显示,基金董事与管理基金的投资顾问公司过去的交往越深,将会使双方更愿意互相选择来参与管理,但是这种董事与顾问的关系对基金的管理费用以及投资回报率都没有显著性影响,说明上述两种效应在现实中可能已经相互抵消,无法确定这种商务关系是否给基金股东带来好的影响。

与校友关系和商务关系这种直接联系一样,相邻的地理位置关系也能间接地成为私人信息传递的重要渠道,这一方面的研究甚至还早于对校友关系的研究。Hong et al(2005)利用 1635 支基金的持股变动数据研究了同城关系对基金经理的投资决策的影响。实证结果表明,相同城市的机构投资者的投资操作趋于一致。具体数据显示,同城的其他基金经理对某股票平均增持 1%,该基金经理则会增持 0.13%。研究分析认为,同城的机构投资者能够通过口头交流(Word-of-Mouth)的方式将信息和投资思路直接传递给对方。在进一步缩小地理空间距离的研究中,Pool et al(2015)通过实证研究发现,有社交关系的基金经理拥有相似的持股和交易风格。居住在相同社区的基金经理,投资组合的重合度比居住在同一个城市不同社区的经理高出 12%。对于具有相同的民族背景基金经理,这种效应更加显著。更进一步,通过选择改变住处的基金经理样本,引入个人偏好特征变量,检验重合的投资组合收益率等方法,文章排除了基金经理对住房和股票投资偏好相同的说法,将上述效应产生的原因归结于基于社会关系网络的信息交流。除了基金之间的地理位置关系,Staisiunas(2013)选取美国共同基金 1995—2011 年间的组合配置数据,研究了基金经理与证券分析师的同城关系对其投资决策的影响。实证结果表明,券商研究所附近的基金公司的股票配置比例与该券商分析师的评级呈显著正相关关系,而且对于证券分析师以前工作或者居住过的城市的基金公司,他们的股票配置权重亦与该分析师的评级正相关,这可能是同城关系加强了双方的互相了解。

3. 社会关系对个人投资者的影响。在个人投资者社会关系网与资本市场关系的问题上,当前金融学者从理论和实证两方面都进行了研究。在早期研究中,Colla & Mele(2010)就通过建立理论模型发

现了关系密切的投资者交易行为特点以及交易量具有显著正相关关系。关于个人投资者的社会关系网形成过程,Hong et al(2013)研究发现,如果社会关系是随机形成的,这种社会关系数量在任何群体中应服从泊松分布。但根据散户投资者的持有股票数据研究发现,投资者的社会关系网是过度离散分布的(Overdispersion)。这说明了投资者有明显倾向去形成社会联系,因为他们自身也是关系网的一部分,投资者可能认为人脉的延伸有利于他们获得好的投资回报。在最新的对投资者交易行为的理论研究中,Grullon et al(2014)考察了不同承销商与不同投资者群体存在联系,研究发现,每个投资银行通过承销过程将会形成各自的投资者关系网,而这些投资者可能会持有相同的股票并形成相同的交易模式,这种投资者关系网是由市场的分割性和不对称的信息流形成的。

在社会关系网对个人投资者行为决策影响的实证研究方面,Kaustia & Knüpfer(2012)考察了身边朋友的股票投资收益对于个人投资者参与股市的影响。研究发现,身边朋友如果从股市投资获得正收益会提高个人投资者入市的意愿,而负收益却对个人投资者是否入市没有显著影响。这个结果说明个人投资者参与股票投资具有明显的跟风效应。Ozsoylev et al(2014)利用土耳其伊斯坦布尔 2005 年全年 303 支股票的交易数据,研究了个人投资者在股票市场的交易行为,在信息利用方面,处于投资者关系网络(EIN)^①中心的投资者通常比处于周围的投资者更早地选择了正确方向,获得了比周围的投资者更高的超额收益,而且中心投资者的交易每推迟一天,这种超额收益将减少 30%。因此,可以认为信息在投资者之间的传播路径将会影响交易表现和收益,人脉资源丰富的个人投资者具有显著的信息优势。

此外,这种社会关系网还会影响投资者社交活动时的心理状况,进而传导到投资行为上。Brown et al(2008)研究了个人投资者是否持股与所在社区居民的股市参与率之间的关系。文章首创使用个人投资者之间交流的详细数据来研究其对金融行为的影响,实证结果显示,个人投资者之间的社交关系将会促进积极投资策略;同时,当投资者获得较高的短期收益时也更愿意与其他投资者进行交流。Smajlbegovic(2015)研究了投资者的社交关系网对处置效应(Disposition Effect)^②的影响,通

过收集了2009—2010年间5693位个人投资者的交易数据库以及社交关系数据进行研究发现,关系网中的投资者受处置效应的影响会比普通投资者高出近两倍,而且受处置效应影响较深的投资者更容易与他人形成朋友关系,这是一种反馈效应。这意味着虽然投资者总是厌恶损失的,但是让他们在别人面前承认投资亏损则更为痛苦。上述文献说明了个人投资者在社会关系网中存在“爱面子”的心理,渴望通过投资上的成功来证明自己的价值,而这种心理通常难以给个人投资者带来好的投资收益。

4. 社会关系对投资银行、商业银行等其他金融中介机构的影响。社会关系对投资银行业的主要影响是在证券分析师和股票承销业务方面。Cohen, Frazzini & Malloy(2010)利用1993—2006年间1820名卖方分析师的56994条评级数据进行研究发现,分析师对其校友担任高管的上市公司的股票评级更加准确,从而利用分析师的评级建议所构建资产组合的投资收益能够战胜市场。显然,这种超额收益可能源于分析师的校友关系。在更新的研究中,金融学者也开始关注投资银行的股票承销业务。Cooney et al(2012)利用美国2000—2009年间的1530例IPO样本进行研究发现,投资银行与公司的董事会或高管之间的社会关系,能够提升投资银行加入该公司的辛迪加承销团队的概率,同时在承销团队中,平均来说这种承销商可以分配到更高比例的股票数量,但是投资银行尽职尽责的积极性未有显著提高。因此,选择熟人进行股票承销对公司不一定是有利的。Bajo et al(2015)通过使用SNA(Social Network Analysis)的度量方法,研究了投资银行关系网中主承销商的关系集中度对于IPO的影响。实证结果显示,处于关系网中心的主承销商通常给IPO带来更显著的价格修正,更高的二级市场估值,更多的机构投资者持有以及更集中的分析师关注度。实证结果与主承销商在投资银行关系网中起信息传播作用的假设是一致的,通过关系网中的信息传递,进而影响到机构投资者,产生了更高的IPO溢价。

社会关系网络也会影响风险投资的业绩及行为。Hochberg et al(2007)选取美国1980—1999年间发行的3469支风险投资基金及其所参与的47705个风投项目作为样本,研究了风险投资公司之间的社会关系与其投资业绩之间的相关关系。研

究结果表明,风险投资公司的人脉资源越丰富,其投资业绩越优秀,表现为通过IPO或者以股权转让的方式成功退出投资的比率更高。作者也指出,与其独自承担风险,风险投资公司更愿意合伙投资。Bhagwat(2013)选取了美国1980—2008年间共390家风险投资公司的数据进行研究发现,两家风险投资公司的经理如果存在校友关系会使得双方开展联合投资的可能性提高3倍,这也会使种子阶段的风险投资项目产生更好的投资收益。作者进一步的实证分析表明,这种影响机制主要是源于减少与公司的协商成本以及加强双方合作。由此,良好的人脉资源能够保证风险投资公司获得信息优势及更多的投资机会,并降低投资成本,从而获得更好的投资业绩。但是,也有部分学者从风险投资项目后期成功率角度揭示了社会关系给项目带来的负面影响,Gompers et al(2014)利用1975—2003年间对企业进行投资的3510位风险投资家作为样本,研究了风险投资家的哪些特征更容易促成合作以及对业绩的影响。研究结果显示,具有相同民族、教育或职业背景的风险资本家更可能与其他投资者形成辛迪加组织,但是这种同质性将会降低项目成功的可能性,对早期阶段投资产生显著不良影响。而且大量检验结果表明,高度集中的辛迪加投资通常会导致更糟糕的决策,因此这种“人以群分”的联合风险投资可能需要付出高昂成本。

社会关系对商业银行的影响主要集中在贷款业务方面,Engelberg et al(2012)利用美国逾5000家上市公司的近20000例银行贷款的相关数据进行实证研究发现,上市公司高管与银行高管若是校友或者曾经是同事能使公司获得更低的贷款利率及更少的约束条款,且此后公司股票的市场表现也愈突出,这意味着社会关系能够提高银行对借方的监督效率。Bolton et al(2013)建立了开展关系型贷款®(Relationship Lending)的银行搜集客户信息的模型,结合实证分析来研究其在经济衰退中贷款业务的开展。结果显示,当银行与更多企业建立长期的社会关系,且关系型银行能够在预期经济危机到来之前保证较高水平的资本缓冲时,经济危机对于企业投资与经济活动的影响将会减弱,可以认为社会关系会帮助商业银行通过接触企业了解实体经济状况,形成对未来经济发展的准确预期。

(二)社会关系的自身价值

社会关系网络使市场参与主体获得不仅能通过

信息优势提升工作业绩,同时也能获得更多的社会支持。因此社会关系通常能为公司高管带来直接收益,往往表现为人脉资源越丰富的公司高管获得的薪酬越高。Hwang & Kim(2009)利用美国 1996—2005 年间市值最大的前 100 家上市公司的 1568 名董事的样本数据进行研究发现,社会关系丰富的公司董事能够获得更高的薪酬。可见,即便在成熟市场,“人脉”(社会关系)也是资源,关系也能转化为财富。在更新的研究成果中,Yun Liu(2010)利用 1992—2007 年间 S&P1500 指数的成分公司董事的简历信息和薪酬数据,研究了社会关系数量与高管薪酬的相关关系,研究结果表明,高管的社会关系数量与其薪酬正相关。这些结果与代理理论以及社会资本理论的思想一致,进一步加强了 Hwang & Kim(2009)结论的稳健性。

显然,人脉资源能够给高管带来更高的薪酬收入。近几年,西方也有不少文献对社会关系创造价值的原因进行了更为深入的分析。Engelberg et al(2013)的研究也发现,人脉资源丰富的公司高管要比圈子狭小的公司高管赚得更多,公司高管每多一条高管人脉能够使其工资增长约 17000 美元;公司高管的人脉资源层次越高,工资增长越多;公司 CEO 与其他公司的高管的人脉越多,能给公司带来的信息就会越多,从而有助于公司做出更明智的决策并带来更大利益;而且,一个有着丰富人脉资源的 CEO 在与公司的谈判中能够处于强势地位。Butler & Gurun(2012)的实证研究表明,与持股基金有丰富校友关系的 CEO 被投票通过减薪议案的可能性较低,而且薪酬相对较高。在控制其他条件和固定效应下,有校友关系的基金持有公司股份每增加 1%,CEO 的薪酬平均将上升 2.5%,作者对 CEO 的人脉资源促进高薪酬的现象提出了三点解释,且都通过显著性检验:(1)信息流假说。因与公司 CEO 的校友关系将会降低机构投资者获取公司信息的成本,CEO 的高薪资是来自于机构投资者对他所提供信息便利的回馈。(2)CEO 水平假说。校友关系使投资者对 CEO 比较了解,提高 CEO 认可度。(3)关系网规模假说。拥有规模较大校友关系网的 CEO 能为公司获取更多有用信息,对公司来说具有很高的价值。总体来说,人脉资源的价值在于信息优势,但也有少数学者从不同的角度进行了研究,Brown et al(2012)采用 1366 个 CEO 样本及其基本信息的数据进行研究发现,CEO 关系网规模与 CEO 薪酬

成正相关,但是与薪资绩效弹性呈负相关关系。而且当公司股东的权利受到保护时,CEO 的关系网规模对其薪酬高低的影响在减弱,这意味着人脉资源对薪酬的提高作用并不是一种完全的线性关系,可能还会受到 CEO 在经理人市场中的地位等其他因素影响。

绝大多数相关研究采用的是美国的公司样本,上述效应能否在全球范围内普遍适用呢?对此,Horton et al(2012)研究了 2000—2007 年间 4279 家英国上市公司高管的薪酬与其人脉资源的联系,实证结果表明,普通执行董事及 CEO 的社会关系资源也与其薪酬收入正相关,而董事会主席及非执行董事的社会关系资源与其薪酬负相关,说明人脉资源对于公司内不同职位高管的价值效应是存在差异的。

(三)社会关系与公司价值和公司治理

社会关系不仅对资本市场参与主体的行为有着深远影响,也会直接影响公司的内在价值和公司的内部治理,对此西方学术界也进行了很有意义的研究。大部分研究都认为,社会关系对公司价值的影响主要来自公司与其他市场主体和机构的外部关系,以及来自公司 CEO、董事会以及股东之间的内部关系两方面,而对公司内部治理的影响则主要来自后者。

1. 社会关系对公司价值的影响。已有部分文献认为外向延伸的人脉关系能够对公司业务产生正面效应,并提升企业价值。目前学者研究的这种正面影响主要体现在并购业务中,Cai & Sevilir(2012)将收购方与被收购方拥有相同执行董事的情况称为一级关系,将双方董事均在第三方公司担任董事的情况称为二级关系。实证结果显示,并购活动中,一级关系能使收购方获得的公告收益比没有董事关系的情况高出 2.45%,二级关系能使收购方获得 1.67% 的超额收益。而且两种关系对公司的影响方式不同,一级关系主要通过降低支付对价,而二级关系主要是通过并购完成后的优秀业绩来创造价值。社会关系不仅在微观层面上通过节省费用等方式为企业创造收益,而且也从宏观层面上推动并购业务开展。Ahern & Harford(2014)认为经济体系是一张由供给方和需求方的交易流形成的关系网,作者结合网络拓扑学(Network Topology)知识,选取美国 1986—2010 年间企业并购的案例作为样本进行分析发现,有商品市场供需联系的企业能够提高跨行业并购发生的可能性,扩大公司的规模;而且,并

购浪潮能够在这种供需双方的社会关系网中迅速传播,传播速度在供给方行业快于需求方行业;此外,大规模经济并购浪潮是由处于商品市场关系网中心的行业进行推动的,这将进一步提高公司的资产规模和内在价值。

但是,公司的外部社会关系有时也会给公司价值带来负面效应。Ishii & Xuan(2014)运用1999—2007年间美国上市公司的539个并购案例作为样本进行实证研究发现,收购企业与被收购企业之间董事会和高管的社交关系,在并购完成后对双方的股价有负面影响,双方社交关系程度每提高1单位标准差会导致双方股价的3日累计异常收益率下降0.6%~0.9%。而且在完成收购后,这种关系会提高被收购公司的高管仍然留在重组后公司董事会的可能性。虽然社会关系能够促进并购事件的开展,但也更容易使双方执行错误决策,并购活动最终因业绩不佳而被终止。Cai et al(2014)研究发现,上市公司与投资机构之间的社会关系会提高该公司股票的交易成本,并给投资者带来巨大损失。数据显示,平均每个上市公司有8名董事(或高管)与华尔街的投资机构之间具有社会关系,由此给投资者带来的损失约占总市值的4.6%。作者还通过一系列实证分析证实,社会关系导致了内幕信息的传导。他们进而考察了多种社会关系的作用强度,结果表明,校友关系和同好关系对交易成本的放大效应要比同事关系强。总之,通过社会关系“牵线”的公司业务,可能会忽视合作对象是否真正适合公司发展,并导致一些内幕交易现象,甚至在一定程度上损害公司的内在价值。

相比之下,公司高管之间的内部关系容易引发公司参与违法活动的倾向,从声誉和业绩上同时损害公司的价值。Chidambaran et al(2012)利用美国2000—2006年间SEC记录的560个公司造假案例作样本,实证结果显示,CEO与董事的社会关系显著提高了公司造假行为发生的可能性,但是不同类型的社会关系影响不尽相同。当双方关系是校友等非职业化关系或者是非商业组织中的同事关系,公司造假发生的可能性将显著提高;如果是曾经在其他公司中当同事而形成的职业化关系,则对公司参与造假的倾向没有影响。这意味着非职业化的关系可能更容易引起公司高管之间的相互勾结。Lee et al(2014)实证研究了CEO与董事的共识关系对公司经营业绩的影响,研究结果显示,CEO与独立董

事在政治倾向上一致通常会导致较低的公司估值和营业利润、较高频率的内部冲突事件以及较高的会计造假可能性等不良结果,这些现象产生的原因并不在于董事会措施的相似性或多样性,而是CEO与董事具有相同的政治信仰所导致。因此董事和CEO多元化的政治信仰对于公司的内在价值十分重要。

2. 社会关系对公司治理的影响。外部关系对于公司估值的影响有利有弊,相比而言,大量研究文献指出,公司高管内部复杂交错的人际关系显著地降低了公司治理水平。主要表现在公司内部董事之间的社会关系与公司管理层薪酬的正相关关系(Larcker et al, 2005; Barnea & Guedj, 2007; Hwang & Kim, 2009)。公司董事之间关系越密切,董事会对管理层的监督作用就越弱,管理层对公司的控制能力越强,从而获得的薪酬越高。Krishnan et al(2011)提出以盈余管理行为来衡量公司治理水平,他们研究发现,公司CFO、CEO与董事会的联系越紧密,公司的盈余管理问题就越严重。

公司高管之间的内部关系可能导致权力失衡以及利益冲突现象,针对这种情况不少学者对其中的原因进行了分析。Renneboog & Zhao(2011)指出,公司董事的社会关系具有两种效应:信息效应和管理效应。信息效应是指公司董事丰富的社会关系资源能够带来大量的有用信息,从而提升公司价值;管理效应是指公司董事内部的私人关系过密会阻碍董事会有效发挥监督职能,从而损害公司价值。他们通过研究发现,公司董事社会关系的管理效应更为明显。Fracassi & Tate(2012)也通过对S&P1500指数的成分公司样本研究发现,强势的CEO倾向于任命与其有社会关联的董事,这种关联往往因董事的监督不力而损害企业价值,而且这种CEO与董事的社会关系往往使得参与的并购活动降低了公司价值。这一发现意味着公司治理问题具有一定的内生性。在近期的研究中, Schmidt(2015)通过实证分析对上述结论提出了质疑,认为董事会与CEO的社会关系在不同情况下对公司影响效应不同。当公司的董事会以监控CEO行为作为主要目标时,这种社会关系将会降低公司的公告收益率;反之,从给公司出谋献策的目标来讲,董事会与CEO的社会关系会显著提高公司价值,因为在缺乏社会关系情况下,CEO通常不愿意分享内部信息,而且上述两种效应的强度将随着与CEO有社交关系的董事占比提高

而增加。这说明董事会与 CEO 的内部关系给公司带来更高的成本还是收益取决于董事会的运作目标。

(四) 社会关系与资产定价

社会关系会影响资本市场各类主体的行为,进而将这些影响间接传递至资产价格之上,因此在资产定价领域有重要应用。Ozsoylev & Walden (2011)建立理论模型研究了在巨大信息关系网中的资产定价问题,研究发现,投资者通过网络社交和地理上的聚集形成了信息关系网,这种关系网可以用拓扑学的知识抽象成变量,作为影响股票波动率、收益率等重要变量的函数。社会关系对资产的影响主要是资产的价格发现功能,Anand et al(2011)研究了做市商与上市公司的地理接近程度对公司价格发现的作用,研究结果显示,相比于外地的做市商,当地做市商会使用更多时间来完成买卖的报价,并且更好地把信息反映在价格上,具有更好的价格发现能力,可以推测主要原因在于地理位置能够方便做市商与公司形成社交关系,作为获取公司信息的重要来源。

已有文献对价格发现的实证研究主要集中于公司股价的波动特征以及相对于其他公司股票的价格。资产价格的波动特征方面,Pareek(2012)利用美国共同基金的持仓数据研究了共同基金形成的信息关系网对股票价格的影响。研究结果显示,基金的交易行为具有一致性,对股票波动产生了一定影响。通过定义信息网密度(Network Density)的概念,研究结果表明,信息关系网密度低的股票具有更强的收益动量,而且价格对市场信息反应较为迟滞;而信息关系网高度集中的股票通常具有更高的价格波动性,这种现象意味着社会关系会影响信息在股价中反映的速度。而 Grullon et al(2014)通过对美国 1980—2008 年间的进行 IPO 和 SEO 的企业进行实证研究发现,选择同一家主承销商的不同股票在价格走势上具有一定的趋同性,因为每个投资银行通过承销过程将会形成各自的投资者关系网。此外,在上市公司增发股票时更换主承销商之后,股价与原承销商所承销的其他股票走势的趋同度(Co-movement)逐渐减小,与新承销商相关联股票走势的趋同度增大,这说明了交易者会通过关注主承销商将不同上市公司进行联系,提高公司股价波动的相关性。

社会关系除了影响上市公司股价的波动方式,

还会影响投资一家上市公司相对于其他公司的超额收益或损失。早期有部分学者认为,这种影响来自于市场关注。Stuart & Yim(2010)以美国 2000—2007 年间的上市公司作为样本研究发现,上市公司若有董事曾在一家私募参股公司的董事会任职,则其被私募机构关注并提议参股的概率会上涨近 42%,这意味着上市公司董事的同事关系能够增强私募机构对其进行关注。Gray & Kern(2011)通过实证研究发现,基金经理在各自社交关系网中推荐的股票,在 20 个交易日的窗口期,平均能够获得 3.61% 的异常收益率,社交关系网对资产的价格信息传递和价格发现功能具有明显作用。而部分学者认为人脉资源对公司业绩的积极影响也间接反映在公司的股价之上,Larcker et al(2013)利用美国 2000—2007 年间三大交易所上市公司十余万名董事作为样本,研究了公司董事的人脉资源对于公司业绩的影响。作者以公司董事是否同时为其他公司董事来衡量人脉的数量进行实证发现,通过买入人脉资源丰富的公司并卖空人脉资源缺乏的公司的股票,平均可以获得 4.68% 的风险调整收益,而且人脉资源丰富的公司还可以产生超出分析师预期的 ROA 增长率。可以认为,处于社会关系网中心的企业可以通过信息优势来获取未来增长机会和规避不利因素,从而提升市场对股价增长的预期。Baschieri et al(2015)利用 1999—2007 年间意大利的上市公司数据,研究了上市公司的地理位置与其上市、退市和公司股价的关系。实证结果显示,上市公司将受益于地理位置溢价,溢价随着公司在所处地区与其他上市公司的临近度增加而降低,而随着当地投资者财富的增加而增加。而且企业的上市和退市都会影响周围上市公司的股价,一家上市公司的股价将会因当地其他企业上市而降低,原因在于当地上市公司群聚度增加;反之,其他企业退市会使上市公司内在价值提升。这意味着,投资者同样可以根据上市公司关系网中其他企业的行为作为该公司股价变动的参考信号。

四、资本市场参与者的社会经历及其市场影响

资本市场参与者的主观行为和发展结果除了受到与他人社会关系的影响之外,他们各自的成长经历和社会履历构成不同的社会经历,也将潜移默化地改变其性格特征和道德品质,对其在资本市场

中的行为产生深刻影响。近年来,社会经历对资本市场参与者的这种影响,即“纵向的联系”,开始广受金融学者的关注,与研究“横向的联系”的社会关系相辅相成。通过研究主导市场中资产交易的投资者和推动公司发展治理的公司高管这两类资本市场参与者,金融学者们得出了不少有意思的研究结论。

(一) 社会经历对个人投资者的影响

社会经历对投资者的影响具体分为对个人投资者的影响和机构投资者的影响。大量文献研究了经济萧条时期的社会经历对个人投资者的市场预期及投资行为的影响。Malmendier & Nagel(2009)使用了美国1960—2007年间消费者金融学的数据,研究了投资者在宏观经济冲击中的成长经历对其今后投资过程中的风险承受能力的影响。研究结果显示,曾经经历过股票市场低迷的投资者,风险承受能力往往更差,这种成长经历影响的不是风险偏好,而是对股票市场收益率产生悲观的预期。此外,距离当前时点越近的经历对投资者尤其是年轻投资者有显著的负面影响,导致更低的股市参与率。随后,Knüpfer et al(2014)以芬兰1991—1993年间的经济大萧条为背景,从劳动市场经历对投资者长期投资组合的影响进行了实证分析,研究结果显示,在大萧条中经历过失业的人,长线投资中风险资产平均来说会减少19%~21%,而且相比于普通时期失业的人,在大萧条中失业的人参与股票市场的可能性要下降4.2%左右。失业经历减少投资者的风险资产主要是因为其会影响投资者的持久收入和财富积累,及其对工作安全性的看法。总体而言,经历过萧条期的民众对股票市场预期悲观,参与态度消极,这可能是萧条期中市场的低迷使他们对股票市场形成长期负收益的定势思维。

除了宏观经济低迷的经历会影响投资者参与市场的热情,不少学者还从投资者成长中所经历过的灾难对其风险偏好态度的影响上进行研究。Buccioli & Zarri(2013)首先对普通家庭投资者的生活经历与金融风险厌恶程度的关系进行了研究,结果显示,曾经遭遇过自然灾害或失去亲人经历的投资者具有更高的金融风险厌恶程度,而遭遇过抢劫、严重疾病等经历对投资者金融风险厌恶程度没有显著影响。Andersen & Hanspal(2014)研究了金融危机中是否经历过银行破产对投资者风险态度的影响,并按照自身存款遭受损失、家庭成员存款遭受损失

以及居住地发生银行破产,将这种灾难经历分为一、二、三级。研究结果显示,第三级灾难经历影响甚微,而一、二级的灾难经历则显著降低投资者的风险偏好。另外,自然灾害对风险偏好的影响也受到了大量学者的关注。Kim & Lee(2014)使用了韩国4762个家庭作为样本,以朝鲜战争为例研究童年时的灾难经历对个人风险偏好态度的影响。结果同样显示,童年处于朝鲜战争的人在50年之后仍然具有厌恶风险的特征,更进一步的研究发现,居住于受灾严重省份的人对风险的厌恶会更加严重。因此,早年的成长经历可能对人的风险偏好具有根深蒂固的影响。总之,大量文献^①的结果均显示,自然灾害会使投资者更加厌恶风险,这可能是由于灾难在民众心里留下的创伤所致。

(二) 社会经历对机构投资者的影响

机构投资者中具体执行投资决策的是基金经理,基金经理可以视为个人投资者中的专业人士,因此社会经历同样也会对其投资决策产生影响。Kempf et al(2014)利用美国1992—2012年间CRSP数据库中4024支基金的数据,研究了基金经理在成长中的实践学习经历对其投资业绩的影响。作者通过使用创新方法,建立简单的贝叶斯学习模型(Bayesian Learning Model)以及设计生活经历变量进行多元回归分析后认为,基金经理在其曾经工作过的行业进行股票投资能有更出色的表现,而且随着基金经理的经验变得更加丰富,无论是选股还是预测能力都有明显提升。在更新的研究中,Cici et al(2014)通过收集1996—2009年间美国1469位基金经理的基本资料和投资数据,研究了基金经理在基金投资之外的社会履历对其投资的影响,得出了相似的结论。这些社会履历对投资水平的提高主要体现在选股和择时方面,基金经理在投资自己曾经工作过的行业股票时,平均来说,会比投资其他行业多获得3%的年收益率,而且在这个行业股票操作的择时上也优于其他行业。尤其是对于行业中部分难以估值的股票(偏离于公允价值的股票),拥有该行业工作经历的基金经理可以利用自身对该行业独特的洞察力水平和专业知识,获取更高的投资回报。从上述研究可知,基金经理独特的成长经历和社会履历可以培养其对某些领域透过现象看本质的能力,帮助其今后的股票投资获得超预期收益。

(三) 社会经历对公司高管的影响

关于社会经历与资本市场的关系,更多学者将

关注的焦点放在公司高管身上,已有研究发现,这些社会经历对公司高管同时具有正面或负面的影响。

1. 成长经历对公司高管的影响。许多文献从公司首席执行官(CEO)工作之前的成长经历对公司的经营结果上进行研究。Malmendier & Tate(2011)研究了CEO过去的生活对其工作表现的影响,认为成长经历对其的影响主要分为两个途径,即改变行为者的信念或偏好。经历过大萧条的CEO在债务使用方面相比于其他CEO更加倾向于保守,而且他们不会过度高估自己所投资项目的收益,在偏好方面,他们倾向于自我满足而不贪心。因此,这类CEO在现金充裕的时候,通常会避免持有风险资产和避免过度投资一些不好的项目,而融资上则更倾向于使用内源融资。但是这种生活经历对CEO的影响效应可能与其所经历灾难的严重程度存在着一定的关系,灾难不一定单方向影响其投资和管理的风格。Bernile et al(2015)也研究了早年成长经历中的自然灾害对CEO行为的影响,他们使用了美国1992—2012年间S&P1500的上市公司CEO的数据进行实证分析,但是结果显示,自然灾害经历与CEO的风险承受能力具有非单调的关系,经历过破坏性不强的自然灾害会降低CEO对风险的敏感度,但是如果CEO曾经经历过极端严重的自然灾害,会使CEO在掌舵公司时,面对风险表现得更加谨慎。为了加强稳健性,通过对公司杠杆、股价波动性、现金持有率与CEO经历自然灾害关系进行研究发现,这种非单调关系依然存在。因此,仅仅通过对CEO生活经历的简单了解,并不能直接断定他的工作风格。在其他方面的生活经历上,Davidson et al(2012)还研究了CEO在工作之外是否有酒驾和吸毒等违法经历以及奢侈消费习惯对公司财务的影响,研究结果显示,有酒驾吸毒等违法经历的CEO更容易进行财务造假,而是否有奢侈消费习惯与公司财务质量之间并无明显联系。

在各类早期成长经历的研究中,公司高管在军队的成长经历无疑是最受到学者关注的。Lin et al(2011)利用美国1992—2007年间S&P500上市公司共1141位CEO的数据来研究有军队经历的CEO对公司并购活动的影响,结果显示,有军人背景CEO的公司发起的并购,通常能使公司获得显著更高的股票收益率,而且这些交易对公司的影响在长期和短期上具有协调性。此外,研究发现,有军人背景的CEO更有能力解决公司的监管问题,并缓解

并购时收购方占有过多现金收益等不良影响,可能得益于其在军队中形成的价值观体系能够帮助公司降低并购活动中的代理成本,带来更好的并购绩效。Groysberg & Johnson(2010)则是细化到CEO在从军时所属军种的经历对其今后管理公司的影响,在陆军和海军陆战队服役过的CEO给下属规定任务后通常会根据实际情况给予其更多的灵活性,这种领导经验通常使CEO在小型企业表现得更出色。而海军和空军出身的CEO因为在军队中长期接触复杂且严格的操作系统,因此通常在受管辖的行业以及积极创新的公司中表现更好。因此,企业应该根据各自的不同需求选择拥有不同生活经历的CEO。在最新的有关军人CEO的研究中,Benmelech & Frydman(2015)则将军人CEO对公司的影响进行了更全方位的概括分析,文章主要从此类CEO在公司的管理决策、财务决策和经营结果上入手,通过选择合适变量进行实证分析发现,CEO军队服役的成长经历与其较为保守的公司决策以及良好的职业道德相一致。此外,有军队服役经历的CEO通常对于公司的投资较为谨慎,参与公司造假欺骗活动的可能性较小,而且在行业不景气时也能带领公司保持较为良好的业绩,而这些特征可能是军队中艰苦生活条件和严明纪律塑造的性格所致。

2. 社会履历对公司高管的影响。除了在参与工作之前的成长经历,在高管步入社会后的其他社会履历同样会对其在当前公司的经营决策产生影响。Custódio等从高管先前工作所处的行业背景这个角度,研究社会经历对高管今后行为决策的影响效应。Custódio & Metzger(2014)选取美国1993—2007年间4277位CEO作为样本进行实证分析发现,曾经有过金融行业工作履历的CEO,其通常倾向于持有更少的现金和承担更多的债务,并参与更多的股票回购。此外,有金融背景的CEO在公司财务方面更加富有经验,管理公司的财务政策更加积极,在信贷紧缩的情况下,他们相对来说更有能力进行外源融资。因此可以推断,相对成熟且资本实力雄厚的企业更喜欢聘请有金融行业工作背景的CEO来获取更高的经营收益。Custódio et al(2013)使用美国S&P1500上市公司1993—2007年间的CEO简历信息研究了CEO的社会履历与其薪酬的关系,实证结果显示,全能型指数较高的CEO比专业能力较单一的CEO平均薪酬要高出19%,而且当一家公司将CEO从专业型更换成全能

型时,上述效应更加显著。此外作者还分析了这部分薪酬溢价主要来自于全能 CEO 在公司重组并购活动中的表现。Custódio & Metzger(2013)所做的实证分析显示,当收购方的 CEO 拥有过被收购方行业的工作经历时,收购方所能获得超额收益将比在普通 CEO 的情况下高出 2~3 倍。主要原因在于,有该行业工作经历的 CEO 具有较高的谈判能力并能以较低费用完成交易,同时所参与并购项目的协同效应(Synergy Effect)较弱,保证了较高的并购利润。

除了行业背景之外,CEO 早期起步所处公司的社会影响力大小和社会地位高低在其经历中也十分关键,有在优秀企业工作经历的管理者可能在其今后晋升至 CEO 时会有异于常人的工作表现。Schoar & Zuo(2011)研究 CEO 早期社会履历对其职业道路、晋升过程以及管理风格的影响时发现,CEO 在职业生涯开端所处的经济环境对其有长期的影响,当 CEO 的职业生涯之初选择在 Top10 的企业起步工作,其今后更可能在大型企业任职 CEO 且享有更高薪酬。相比之下,Cai et al(2015)选择的是有过美国 36 家“CEO 工厂”®工作经历的 CEO 作为样本,研究他们对公司经营运作的影响。实证结果显示,这种“工厂 CEO”相比于普通 CEO 能给公司带来显著更高的公告收益率,他们采取在“CEO 工厂”所见证或执行的相似决策,通常能够给新公司带来更好的经营业绩。而且在“CEO 工厂”工作期较长且离开之后迅速到新公司担任 CEO 的情况下,这种异常收益率将更加显著。从上述文献中可以看出,在好公司进行职业生涯起步的社会履历,对 CEO 今后的发展将带来更多的正面影响,可能是因为 CEO 在这些优秀公司中早已积累了丰富的人脉并掌握了更前沿的管理方法。另一方面,Dittmar & Duchin(2013)则是研究了曾经在发生破产或者财务危机的公司工作过的经历,对于 CEO 在新公司经营决策的影响。研究结果显示,这类 CEO 通常会发行更少的债券(降低 31%~58%),存储更多的现金(增加 7%~23%),同时进行更少的投资(减少 5%~20%),说明在陷入困境的公司工作过的 CEO 在财务和投资决策上将更加保守,且其影响程度受该经历距离现在的时间长短和现在决策相关度的影响。

此外,也有部分学者研究了公司高管早期工作中的违法经历对于其今后经营公司的影响。Big-

gerstaff et al(2015)以非法股票期权回溯为例研究了经历过违法行为的 CEO 对于公司经营行为以及公司文化的影响,实证结果显示,任用曾经在其他公司受益于非法股票期权回溯的 CEO 的公司,更容易参与财务造假活动来虚报盈利。这类公司通常倾向于收购私有企业来维持财务造假活动,因为这种收购通常缺乏市场关注,这也形成了不良的公司文化。有趣的是,任用有违法经历的 CEO 将使公司股价下跌,而更换此类 CEO 又会引起股价上涨。但是对于选择有过何种经历的 CEO 则没有绝对准则,需要结合具体环境,Mironov(2015)以独特的视角研究了在腐败盛行的国家中企业是否应该雇用拥有腐败经历的 CEO,通过选取大量的俄罗斯公司作为样本进行研究发现,贪污腐败的倾向(Propensity to Corrupt,PTC)每增加一个标准差单位,平均来说 CEO 的个人收入分配会提高 3.6%,而且腐败 CEO 管理的公司在经营业绩方面显著优于其他企业,因此雇用具有腐败管理经历的 CEO 不一定会导致更差的公司经营业绩。

五、结语

中国人更讲究人脉、圈子和关系,是个典型的“关系型”社会,社会关系对资本市场的影响显然会比西方成熟市场国家更为深刻和普遍。由此,研究社会关系对中国资本市场的影响更有现实意义。本文梳理综述了近年来西方金融学界关于社会关系与社会经历对资本市场影响的相关研究进展。我们首先从上市公司、机构投资者、个人投资者和金融中介这四类资本市场参与主体所处的纷繁复杂的社会关系网络及其市场影响进行梳理与综述,进而将文献梳理拓展到社会关系的自身价值以及社会关系对公司金融和资产定价的影响。既有的研究认为,社会关系提高了信息在资本市场中传递的效率,通过减少信息不对称提高了市场主体相互合作的概率,并降低了市场各类交易的成本;同时,社会关系也导致市场主体选择合作对象时任人唯亲,公司内部治理的权力失衡以及违法行为在整个关系网络快速蔓延等负面影响。近年来,随着大数据思维在现代金融研究中的运用,关于社会关系对资本市场的影响,新的研究视角、新的研究对象和新的测度方法得以不断拓展,这也使得这个领域成为当前西方金融学术研究的一个新热点。如果说社会关系是市场参与主体的一种“横向的联系”,那么,包含成长经历和社会

履历的社会经历则是一种“纵向的联系”。近年来,越来越多的西方学者开始关注包括上市公司高管、独立董事、基金经理等市场参与者的社会经历及其对公司投融资决策与组合投资决策的影响。研究结果显示,他们的成长经历和社会履历会对其认知和心理产生根深蒂固的影响,进而影响他们的市场行为决策。

而关于社会关系对资本市场的研究,国内的研究基本还集中于政治关联对上市公司行为的影响,对于资本市场中其他社会关系的研究还处于空白。中国资本市场目前仍处于“新兴加转轨”阶段,再加上中国特殊国情背景下的政治影响、权力寻租和官员干预,使得资本市场中的社会关系更显纷繁复杂,而中国式的社会关系网络下的资本市场中利益冲突、内幕交易、市场操纵、财务造假和业绩包装等败德行为更是在市场上此起彼伏、层出不穷。因此,打开上述市场行为的“黑匣”,系统探究潜藏于各种类型的社会关系之下的各种信息流和资金流,探究社会关系网络对中国资本市场各类参与者的影响,对于提高我国资本市场的运行效率、完善公司治理机制、改进监管制度和探索更有效的中小投资者保护机制,都具有现实意义。

注:

- ①该指数包含五个变量:CEO工作职位数量;CEO工作公司数量;CEO公司工作行业数量;CEO是否有跳槽经历的哑变量;CEO是否有集团公司工作经历的哑变量。
- ②股票期权回溯是指公司通过观察某一时期股票价格,然后将期权的授予日期倒填至股价较低的某一日期行为。
- ③联动效应(Contextual Effect)指的是同一区域企业相互影响,行为决策相似。
- ④具有相似交易行为的投资者被定义为处于经验投资者关系网(Experienced Investor Network, EIN)。
- ⑤处置效应(Disposition Effect)指的是,投资者通常愿意卖掉赚钱的股票而不情愿止损亏钱的股票。
- ⑥关系型借贷(Relationship Lending)是银行基于与企业长期接触形成社交关系而开展的贷款业务。
- ⑦Eckel et al(2009)以及 Li & Zhen(2011)分别研究了卡特里娜飓风和汶川大地震的经历对于民众风险偏好的影响,得出结论是这些灾难都会提高投资者的风险厌恶程度。
- ⑧在美国有大量CEO曾集中地在某些少数高知名度的公司工作过,这些公司因培养人才的能力被称为“CEO工厂”。

参考文献:

Ahern, K. R. & J. Harford(2014), “The importance of industry links in merger waves”, *Journal of Finance* 69

(2):527—576.

Anand, A. et al(2011), “Geographic proximity and price discovery: Evidence from NASDAQ”, *Journal of Financial Markets* 14(2):193—226.

Andersen, S., T. Hanspal & K. M. Nielsen(2014), “Once bitten, twice shy: Do personal experiences or wealth changes affect risk taking?”, Available at SSRN 2506627.

Bajo, E. et al(2015), “Underwriter networks in initial public offerings”, Available at SSRN 2456237.

Baschieri, G., A. Carosi & S. Mengoli(2015), “Local IPOs, local delistings, and the firm location premium”, *Journal of Banking & Finance* 53:67—83.

Benmelech, E. & C. Frydman(2015), “Military CEOs”, *Journal of Financial Economics* 117(1):43—59.

Bernile, G., V. Bhagwat, & P. R. Rau(2015), “What doesn't kill you will only make you more risk-loving: Early-life disasters and CEO behavior”, Available at SSRN 2423044.

Bhagwat, V. (2013), “Manager networks and coordination of effort: Evidence from venture capital syndication”, Available at SSRN 1962146.

Biggerstaff, L. et al(2015), “Suspect CEOs, unethical culture, and corporate misbehavior”, *Journal of Financial Economics* 117(1):98—121.

Bizjak, J., M. Lemmon & R. Whitby(2009), “Option backdating and board interlocks”, *Review of Financial Studies* 22(11):4821—4847.

Bolton, P. et al(2013), “Relationship and transaction lending in a crisis”, NBER Working Paper No. w19467.

Brown, J. R. et al(2008), “Neighbors matter: Causal community effects and stock market participation”, *Journal of Finance* 63(3):1509—1531.

Brown, R. et al(2012), “What are friends for? CEO networks, pay and corporate governance”, In: *Corporate Governance*, pp. 287—307, Springer Berlin Heidelberg.

Buccioli, A. & L. Zarri(2013), “Financial risk aversion and personal life history”, Department of Economics Working Paper, University of Verona.

Butler, A. W. & U. G. Gurun(2012), “Educational networks, mutual fund voting patterns, and CEO compensation”, *Review of Financial Studies* 25(8):2533—2562.

Cai, Y. & M. Sevilir(2012), “Board connections and M&A transactions”, *Journal of Financial Economics* 103(5):327—349.

Cai, Y., M. Sevilir & J. Yang(2015), “Are they different? CEOs made in CEO factories”, Available at SSRN 2549305.

Cai, J., R. A. Walkling & K. Yang(2014), “The price of street friends: Social networks, informed trading, and

- shareholder costs”, Available at SSRN 1785417.
- Chidambaram, N. K., S. Kedia & N. R. Prabhala (2012), “CEO-director connections and corporate fraud”, Available at SSRN 1681472.
- Cici, G. et al (2014), “What they did in their previous lives: The investment value of mutual fund managers’ experience outside the financial sector”, Available at SSRN 2498797.
- Cohen, L., A. Frazzini & C. Malloy (2008), “The small world of investing: Board connections and mutual fund returns”, *Journal of Political Economy* 116(5):951—979.
- Cohen, L., A. Frazzini & C. Malloy (2010), “Sell-side school ties”, *Journal of Finance* 65(4):1409—1437.
- Colla, P. & A. Mele (2010), “Information linkages and correlated trading”, *Review of Financial Studies* 23(1):203—246.
- Cooney, J. et al (2012), “IPO underwriting syndicates: Do social ties help get a seat at the table?”, Available at SSRN 2179491.
- Custódio, C. & D. Metzger (2013), “How do CEOs matter? The effect of industry expertise on acquisition returns”, *Review of Financial Studies* 26(8):2008—2047.
- Custódio, C. & D. Metzger (2014), “Financial expert CEOs: CEO’s work experience and firm’s financial policies”, *Journal of Financial Economics* 114(1):125—154.
- Custódio, C., M. A. Ferreira & P. Matos (2013), “Generalists versus specialists: Lifetime work experience and chief executive officer pay”, *Journal of Financial Economics* 108(2):471—492.
- Davidson, R., A. Dey & A. Smith (2012), “Executives’ ‘off-the-job’ behavior, corporate culture, and financial reporting risk”, *Journal of Financial Economics* 23(1):5—28.
- Dittmar, A. & R. Duchin (2013), “Looking in the rear view mirror: The effect of managers’ professional experience on corporate cash holding’s”, University of Michigan Working Paper.
- Eckel, C. C., M. A. El-Gamal & R. K. Wilson (2009), “Risk loving after the storm: A Bayesian-network study of Hurricane Katrina evacuees”, *Journal of Economic Behavior & Organization* 69(2):110—124.
- El-Khatib, R., K. Fogel & T. Jandik (2015), “CEO network centrality and merger performance”, *Journal of Financial Economics* 116(2):349—382.
- Engelberg, J., P. Gao & C. A. Parsons (2012), “Friends with money”, *Journal of Financial Economics* 103(1):169—188.
- Engelberg, J., P. Gao & C. A. Parsons (2013), “The price of a CEO’s rolodex”, *Review of Financial Studies* 26(1):79—114.
- Fracassi, C. & G. Tate (2012), “External networking and internal firm governance”, *Journal of Finance* 67(1):153—194.
- Fracassi, C. (2014), “Corporate finance policies and social networks”, in AFA 2011 Denver Meetings Paper, Oct.
- Gompers, P. A., V. Mukharlyamov & Y. Xuan (2014), “The cost of friendship”, Available at SSRN 2024239.
- Gray, W. R. & A. E. Kern (2011), “Talking your book: Social networks and price discovery”, Available at SSRN 1767452.
- Groysberg, B., A. Hill & T. Johnson (2010), “Which of these people is your future CEO?”, *Harvard Business Review* 88(11):80—85.
- Grullon, G., S. Underwood & J. P. Weston (2014), “Co-movement and investment banking networks”, *Journal of Financial Economics* 113(1):73—89.
- Guedj, I. & A. Barnea (2007), “CEO compensation and director networks”, in: EFA 2007 Ljubljana Meetings Paper.
- Hochberg, Y. V., A. Ljungqvist & Y. Lu (2007), “Whom you know matters: Venture capital networks and investment performance”, *Journal of Finance* 62(1):251—301.
- Hong, H., J. D. Kubik & J. C. Stein (2005), “Thy neighbor’s portfolio: Word-of-mouth effects in the holdings and trades of money managers”, *Journal of Finance* 60(6):2801—2824.
- Hong, H. G. & J. Xu (2013), “Count models of social networks in finance”, Available at SSRN 2375461.
- Horton, J., Y. Millo & G. Serafeim (2012), “Resources or power? Implications of social networks on compensation and firm performance”, *Journal of Business Finance & Accounting* 39(3—4):399—426.
- Hwang, B. H. & S. Kim (2009), “It pays to have friends”, *Journal of Financial Economics* 93(1):138—158.
- Hwang, B. H. & S. Kim (2012), “Social ties and earnings management”, Available at SSRN 1215962.
- Ishii, J. & Y. Xuan (2014), “Acquirer-target social ties and merger outcomes”, *Journal of Financial Economics* 112(3):344—363.
- Kadan, O. et al (2012), “Analysts’ industry expertise”, *Journal of Accounting and Economics* 54(2):95—120.
- Kaustia, M. & S. Knüpfer (2012), “Peer performance and stock market entry”, *Journal of Financial Economics* 104(2):321—338.
- Kedia, S. & S. Rajgopal (2009), “Neighborhood matters: The impact of location on broad based stock option plans”, *Journal of Financial Economics* 92(1):109—127.
- Kempf, E., A. Manconi & O. G. Spalt (2014), “Learning by

- doing: The value of experience and the origins of skill for mutual fund managers”, Available at SSRN 2124896.
- Kim, Y. I. & J. Lee(2014), “The long-run impact of a traumatic experience on risk aversion”, *Journal of Economic Behavior & Organization* 108:174–186.
- Knüpfer, S. , E. H. Rantapuska & M. Sarvimäki (2014), “Labor market experiences and portfolio choice: Evidence from the Finnish Great Depression”, Available at SSRN 2275930.
- Krishnan, G. V. et al(2011), “CFO/CEO-board social ties, Sarbanes-Oxley, and earnings management”, *Accounting Horizons* 25(3):537–557.
- Kuhnen, C. M. (2009), “Business networks, corporate governance, and contracting in the mutual fund industry”, *Journal of Finance* 64(5):2185–2220.
- Larcker, D. F. , E. C. So & C. C. Wang(2013), “Boardroom centrality and firm performance”, *Journal of Accounting and Economics* 55(2):225–250.
- Larckera, D. F. et al(2005), “Back door links between directors and executive compensation”, Available at SSRN 671063.
- Leary, M. T. & M. R. Roberts(2014), “Do peer firms affect corporate financial policy?”, *Journal of Finance* 69(1):139–178.
- Lee, J. , K. J. Lee & N. J. Nagarajan(2014), “Birds of a feather: Value implications of political alignment between top management and directors”, *Journal of Financial Economics* 112(2):232–250.
- Li, J. Z. et al(2011), “Are people always more risk averse after disasters? Surveys after a heavy snow-hit and a major earthquake in China in 2008”, *Applied Cognitive Psychology* 25(1):104–111.
- Lin, C. et al(2011), “CEOs’ military experience, agency costs and acquisition decisions”, Available at SSRN 1932623.
- Liu, Yun(2010), “The impact of networks on CEO turnover, appointment, and compensation”, Available at SSRN 1573244.
- Malmendier, U. & S. Nagel(2009), “Depression babies: Do macroeconomic experiences affect risk-taking?”, NBER Working Paper, No. w14813.
- Malmendier, U. , G. Tate & J. Yan(2011), “Overconfidence and early-life experiences: The effect of managerial traits on corporate financial policies”, *Journal of Finance* 66(5):1687–1733.
- Mironov, M. (2015), “Should one hire a corrupt CEO in a corrupt country?”, *Journal of Financial Economics* 117(1):29–42.
- Ozsoylev, H. N. & J. Walden(2011), “Asset pricing in large information networks”, *Journal of Economic Theory* 146(6):2252–2280.
- Ozsoylev, H. N. et al(2014), “Investor networks in the stock market”, *Review of Financial Studies* 27(5):1323–1366.
- Pareek, A. (2012), “Information networks: Implications for mutual fund trading behavior and stock returns”, Available at SSRN 1361779.
- Parsons, C. A. , J. Sulaeman & S. Titman(2014), “Peer effects and corporate corruption”, Available at SSRN 2412970.
- Pool, V. K. , N. Stoffman & S. E. Yonker(2015), “The people in your neighborhood: Social interactions and mutual fund portfolios”, *Journal of Finance* 70(6):2679–2732.
- Renneboog, L. & Y. Zhao(2011), “Us knows us in the UK: On director networks and CEO compensation”, *Journal of Corporate Finance* 17(4):1132–1157.
- Schmidt, B. (2015), “Costs and benefits of friendly boards during mergers and acquisitions”, *Journal of Financial Economics* 117(2):424–447.
- Schoar, A. & L. Zuo(2011), “Shaped by booms and busts: How the economy impacts CEO careers and management styles”, NBER Working Paper, No. w17590.
- Shue, K. (2013), “Executive networks and firm policies: Evidence from the random assignment of MBA peers”, *Review of Financial Studies* 26(6):1401–1442.
- Smajlbegovic, E. (2015), “Regional economic activity and stock returns”, Available at SSRN 2348352.
- Staisiunas, A. (2013), “Propagation of investment signals via weak social ties”, The University of Chicago Booth School of Business working paper.
- Stuart, T. E. & S. Yim (2010), “Board interlocks and the propensity to be targeted in private equity transactions”, *Journal of Financial Economics* 97(1):174–189.

(责任编辑:李仁贵)