

Title	The impact of CEO social ties on corporate risk-taking : Do political ties have an amplifying effect?
Author(s)	燕, 洋雨; 西村, 陽一郎
Citation	年次学術大会講演要旨集, 40: 578-582
Issue Date	2025-11-08
Type	Conference Paper
Text version	publisher
URL	<a href="https://hdl.handle.net/10119/20182">https://hdl.handle.net/10119/20182</a>
Rights	本著作物は研究・イノベーション学会の許可のもとに掲載するものです。This material is posted here with permission of the Japan Society for Research Policy and Innovation Management.
Description	一般講演要旨



The impact of CEO social ties on corporate risk-taking:  
Do political ties have an amplifying effect?

○燕泓雨（中央大学）、西村陽一郎（中央大学）  
yanhongyu12138@gmail.com

### 1. はじめに

イノベーションは、企業の将来の競争力と生産性の重要な原動力である。しかし、イノベーションのプロセスはリスクが高く、長く、特殊である (Holmstrom, 1989)。そのため、企業のリスクテイクが高いほど、イノベーション活動が促進されることが示されている (Mao, C. X., & Zhang, C., 2018)。企業のリスクテイクに関する研究は、長年にわたって様々な角度から行われてきた。これまでの研究によれば、企業のリスクテイクは、組織特性（例えば、企業パフォーマンスや取締役会の規模）(Chen & Ma, 2022 ; Nakano & Nguyen, 2012)、CEOの属性（例えば、社会階級、年齢、性別、自信過剰など）(Kish-Gephart & Campbell, 2015; Serfling, 2014; Faccio et al., 2016; Li & Tang, 2010) といったさまざまな要因から影響を受けることが明らかになっています。

過去の研究によると、CEOの社会的つながりは企業のイノベーション (Su et al., 2019; Lin et al., 2011) および企業のリスクテイク (Ferris, Javakhadze, & Rajkovic, 2017) に対して正の影響を及ぼすことが示されています。これらのつながりの中でも、CEOの政治的つながりも企業のイノベーションに正の影響を与えることが明らかになっています (Su, Xiao, & Yu, 2019; Huang, Li, & Liao, 2021; Lin, Lin, Song, & Li, 2011)。多くの先行研究が、企業における政治的つながりの価値を実証しています。例えば、Fisman (2001) および Faccio (2006) は、政治的つながりと企業価値との間に正の関連性があることを示しました。一方で、キャリアへの懸念は、マネジャーがリスクを取らない理由の一つである (Amihud and Lev, 1981; Holmstrom and Ricart Costa, 1986; Hirshleifer and Thakor, 1992)。Cao et al. (2017) によると、政治的なつながりを通じて、CEOは自身の地位を固め、交代されるリスクを軽減することができます。これは、CEOがコーポレートガバナンスにおける権限を強化していることを反映しています。これによって、CEOの政治的つながりが企業のリスクテイクに影響を与えられることを考えられます。

情報の流れを制御することで個人の権力に影響を与える一般的な社会的つながり (Burt, 2018) とは異なり、政治的つながりは規制上および税制上の優遇、国有銀行からの信用供与、ならびに重要な市場情報といった資源基盤を提供し (Faccio, 2006)、経営者はそれを通じて情報の非対称性と私的利潤抽出を拡大し、権力を増大させる (Amin, Q. A., & Cumming, D. 2023)。また Sun ら (2023) によると、CEOの一般的な社会的つながりはインターナルなものに対して、政治的つながりがエクスターナルである。これによって、政治的つながりを持つCEOと一般的な社会的つながり（政治的つながりを含まない）を持つCEO、どっちが企業リスクテイクに強い影響を与えていているかはまだ不明確なままである。

我々は、まずCEOの社会的つながり（政治的つながりを含まない）とCEOの政治的つながりが企業のリスクテイクにどのような影響を与えるかを分析し、これらのつながりの関係を明らかにすることを目的とする。特に、中国のような新興市場において、政治的つながりを持つCEOと一般的な社会的つながり（政治的つながりを含まない）を持つCEO、どっちが企業リスクテイクに強い影響を与えていているかを明らかにする。

本研究では、以下の仮説を提案する。仮説一は、CEOの社会的つながりが企業のリスクテイクを促進するというものである。仮説二は、CEOの政治的つながりは企業のリスクテイクを促進するというものである。仮説三の a は、CEOの社会的つながりが企業のリスクテイクに与える影響は、政治的つながりの影響よりも強い。仮説三の b は、CEOの政治的つながりが企業のリスクテイクに与える影響は、社会的つながりの影響よりも強い。

これらの仮説を検証するために、中国企業のCSMAR データベースを使用した。CEOの社会的つながりは、現CEOと前CEOのトップスクールのつながり、前職のつながり、地域のつながりに基づいて測定さ

れる。一方、現CEOの政治的結びつきは、データベースに記録されている政治的身分を参考して測定する。企業のリスクテイクを測定する際には、研究開発投資、特許（特許出願数など）などのデータを想定している。

中国企業のデータを用いて3つの仮説を検証する理由はいくつかある。第一に、中国社会では、人と人とのつながりが社会資源の獲得や生活の基盤形成において極めて重要な役割を果たしている。（岩田・岐志、2017）。このような背景から、CEOの社会的つながりが企業のリスク選好に与える大きな影響

(Ferris, S. P., Javakhadze, D., & Rajkovic, T. 2017; Guo, L., Su, Z. Q., Xiao, Z., & Fung, H. G. 2024) をより正確に評価することができる。第二に、1978年に開始された経済改革以来、中国では政府高官が資源配分（企業がイノベーションに必要な資本、人材、補助金などのリソースを獲得できるかどうかを左右する。）と経済政策決定（企業の将来の市場環境、資金調達環境、規制の方向性に対する予測および意思決定に影響を及ぼす）の中心となっている (Su, Z. Q., Xiao, Z., & Yu, L., 2019)。また、移行経済国である中国は、個人投資家の権利を保護するための法制度が比較的弱いという特徴がある (Allen, Qian, & Qian, 2005)。したがって、民間部門が直面する資金調達制限や多様な参入障壁を考慮すると、民間企業（非国有企业）が政治的つながりを築くことは一般的です。具体的には、元政治家をCEOや取締役に採用したり、主要株主が政治的地位に投資したりすることで、融資へのアクセス、規制上の保護、政府の財政支援を改善することを目的としています。第三に、政治的つながりは、企業の業績や財務構造に大きな影響を与える重要な要因である。しかし、既存研究ではその影響について国や地域によって矛盾した結果が報告されており、特に制度環境の違いがその影響の大きさや方向性を左右している。政治的つながりが発展途上国における企業のパフォーマンスや資金調達に与える効果は先進国より顕著である (Boubakri, N., Cosset, J. C., & Saffar, W. 2012)。第四に、私たちの仮説を検証するためには、政治的つながりが幅広い企業に利益をもたらすような環境が必要であり、政治的つながりを持つCEOの採用が特定の業界に限定された現象ではないことを示さなければなりません。中国のデータを用いたのは、政治的つながり効果が顕著で、データが利用可能であり、かつ制度環境が変化しやすいという背景において実証分析を行うことは、現実的な意義と理論的な価値を兼ね備えています。同時に、他の新興市場国や類似の政治経済体にも参考となる経験を提供できるでしょう。

本研究はいくつかの貢献をしている。第一に、企業のリスクテイクの決定要因に関する実証的な文献を拡張することによって、本研究は、CEOの社会的結びつきが企業のリスクテイクにプラスの影響を与え、リスクテイクが企業活動の重要な一部であることを検証し、企業のリスクテイクに関する文献に貢献する。第二に、CEOの属性としての社会的結びつきが企業行動に影響を与えることを検証することで、本研究は上層部に関する文献に貢献する：CEOが持つ社会的結びつきが企業のリスク・テイキングに影響を与えることを示している。この結果は、戦略的意図決定を予測するCEOの特性に関する広範な文献を補強するものである。さらに、この結果はアッパー・エシュロン理論を支持するものである。第3に、本研究は、CEOの社会的つながりと政治的つながりが企業のリスク・テイキングにどのような影響を与えるかを検証することで、社会的つながりに関する文献に貢献する。特に、政治的結びつきを含むCEOの社会的結びつきと政治的結びつきを含まないCEOの社会的結びつきのどちらが企業のリスクテイクに強い影響を与えるかを比較することで、特定の社会的結びつきが企業行動に与える影響の違いを明らかにできる。先行研究では、政治的結びつきにはポジティブな効果 (Goldman, Rocholl, & So, 2009; Li et al., 2008など) とネガティブな効果 (Faccio, 2010; Fan et al., 2007など) があることが示されている。本研究は、社会的結びつきの種類と質がリスクに関連した意図決定にどのように影響するかについての体系的理説に貢献するものである。

## 2. 先行研究

CEOの属性（社会階層 (Kish-Gephart & Campbell, 2015)、性別 (Faccio et al., 2016)、年齢 (Serfling, 2014)、自信過剰 (Li & Tang, 2010)、ナルシシズム (Cragun, Olsen, & Wright, 2020)、パーソナリティ (Harrison, Thurgood, Boivie, & Pfarrer, 2020)、謙虚 (Ou Waldman, & Peterson, 2018)）が企業のリスクテイクや戦略的意図決定に影響を与えることが分かっている。

CEOの社会的つながりとコーポレートマネジメント（学校、雇用、地域のつながりなど）は、企業がリソースを獲得し、情報の非対称性を減らし、イノベーションと戦略的行動を促進するのに役立つ (Cai et al., 2016; Su et al., 2019; Lin et al., 2011)

政治的つながりとコーポレートマネジメントは、政府支援へのアクセス、政策情報の早期入手、IPOや投資承認における優遇措置を提供し、イノベーションにプラスの影響を与える (Su et al., 2019; Fan

et al., 2007; Chen et al., 2017)。また Fisman (2001) および Faccio (2006) は、政治的つながりと企業価値との間に正の関連性があることを明らかにした。

### 社会的つながり理論

CEO が持つ一般的な社会的つながり（学校、地域、前任 CEO との前職のつながり）は内部的なつながりである (Sun, H., Cappa, F., Zhu, J., & Peruffo, E. 2023)。

社会的つながりとは、一般に、二者間の個人を結ぶ社会的関係や絆を指す。この社会的つながりの定義に基づき、社会的つながり理論とは、社会的つながりや関係が個人や組織の行動や成果にどのような影響を与えるかを説明する理論である (Granovetter, M. 1983)。

#### 社会的つながりがもたらす影響のメカニズム：

第一に、対象となる個人が持つ社会的つながりは、個人のリスク許容度を高める (Bloch, F., Genicot, G., & Ray, D. 2008)。第二に、ターゲットとなる個人が持つ社会的つながりは、その個人の権力と影響力を増大させる (Rowley, T. J. 1997)。第三に、社会的つながりは情報の非対称性を緩和する (Smith, S. S. , 2012)。

### 政治的つながり

CEO が持つ政治的つながりは外部的なつながりである (Sun, H., Cappa, F., Zhu, J., & Peruffo, E. 2023)。

政治的つながりとは、企業の経営陣や上級管理職が政府官僚や政治機関のメンバーと築く社会的な関係を指し、この関係は一種の社会資本として機能し、企業が政府からの財政的・非財政的（補助金、資金調達、政策情報など）を得る手段となり、企業の優位を高めるものである。 (Su, Z. Q., Xiao, Z., & Yu, L. 2019; Faccio, 2006; Peng & Luo, 2000)。

政治的つながりを持つ CEO は、取締役の任命、報酬設計および独立社外取締役の指名といった取締役会構成・インセンティブに関わるガバナンスを掌握することによって取締役会支配力を集中させ、取締役会の権限を制限し、意思決定を主導するとともに、株主および取締役の戦略的・統制上の機能に介入し、独立社外取締役のモニタリング機能を弱体化させることで、監督とインセンティブの構造を内部化する (Amin, Q. A., & Cumming, D. 2023)。さらに、法律環境弱いや投資家保護の不足、集中・ピラミッド型所有、家族／企業集団による支配といった制度的背景のもとでは、こうした権力集中が一層形成されやすい (Amin & Cumming, 2021 ; Cheema 等, 2016 ; Ullah & Kamal, 2019)。政治的つながりはまた、規制上および税制上の優遇、国有銀行からの信用供与、ならびに重要な市場情報といった資源基盤を提供し (Faccio, 2006)、情報の非対称性と私的利得抽出を拡大する (Amin, Q. A., & Cumming, D. 2023)。最終的に、これらの制度・所有構造および資源チャネルが相まって、エントレンチメントと権力再生産の循環を促進する (Amin, Q. A., & Cumming, D. 2023)。さらに、社会的つながりが機能するメカニズムとは異なり、政治的つながりは権力の固定化（エントレンチメント）をもたらす。これは本質的に権力の強化を意味している。CEO は重要な資源の支配を強化し、政治的コネクション（利益剥奪の脅威や報復の可能性など）を活用して、企業統治における自身の権限を強固にし、株主や取締役会の監督から身を守るのである (Cao et al., 2017)。

#### エントレンチメントがもたらす影響のメカニズム：

第一に、トップマネジメントは内部・外部のコントロールメカニズムを回避または弱体化し、裁量権を拡大する (Rodrigues & António, 2011)。これは株主やステークホルダーの監視を難しくし、権力を増大させる (Schleifer & Vishny, 1989)。第二に、情報の非対称性を利用し、株主に伝える情報を選択的に制御することで、監視を困難にする (Rodrigues & António, 2011)。Pochet (1998) は、トップマネージャーが報告する情報の質と、コントロールメカニズムを中和するための努力を、トップマネージャーが地位を固めるための手段として選択しています。第三に、トップマネジメントはキャリア初期に評価を獲得し、徐々に権力固着の基盤を築き、キャリア終盤には権力の維持・拡大を図る (Rodrigues & António, 2011)。lifecycle (Mitchell et al., 1997; Jawahar & McLaughlin, 2001) Paquerot (1996) によるとエントレンチメントの過程は三つの段階があります：a) 経営幹部の評価。b) 統制メカニズムの削減。c) 権限の行使。

### 3. 議論

本研究は、企業経営に以下のような示唆を与えることができる。学術的な貢献は、第一に従来の研究では、CEOの社会的つながりと政治的つながりが混同されることが多かったが、本研究では両者を明確に区別し、それぞれが企業の業績やリスクテイクに及ぼす影響を比較分析した。このアプローチにより、CEOの異なるつながりの役割を明確に把握し、経営学分野における理論的・実証的貢献を果たす。第二に、CEOの社会関係を一般的な社会関係 (social ties) と政治的つながり (political connections) に細分化し、それぞれが企業リスクテイクに与える影響を検証することで、過去の研究で指摘されていた異なる社会関係タイプの影響力の差異に関する不足を補完しました。第三に、社会関係と政治関係の相対的な効果を分析することにより、異なる政治的環境や制度的背景下でのリスク負担の差異を将来の研究で検討するための理論的基盤を提供します。第四に、つながりの種類と質がリスク関連の意思決定にどのように影響するかについて、より明確な理解を提供する。

実務的な貢献は、第一に、企業がCEOの採用やインセンティブ制度の設計を行う際、その社会的関係、特に政治的なつながりの構成に注意を払うべきです。これにより、その潜在的なリスク負担傾向を適切に評価し、企業安定性への影響を判断することが可能です。第二に、研究結果は、政治的つながりが企業のリスクテイクを助長する可能性を示唆し、規制当局が政策を設計する際には、政治的資本がもたらす資源的優位性とリスク管理のバランスを適切に考慮する必要があることを示しています。第三に、投資家は、CEOの社会的なネットワークと政治的な関係網を組み合わせることで、企業のリスク露出と成長可能性をより包括的に評価することができます。

### 参考文献

- Amin, Q. A., & Cumming, D. (2023). The politician as a CEO, corporate governance and firm value. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 87, 101804.
- Boubakri, N., Cosset, J. C., & Saffar, W. (2012). The impact of political connections on FIRMS'OPERATING performance and financing decisions. *Journal of Financial Research*, 35(3), 397-423.
- Cai, J., Walkling, R. A., and Yang, K. 2016. The price of street friends: Social networks, informed trading, and shareholder costs. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 51(03), 801-837.
- Chen, D., Guan, Y., Zhang, T., & Zhao, G. Political connection of financial intermediaries: Evidence from China's IPO market. *Journal of Banking & Finance*, 2017, 76, 15–31.
- Cao, Q., Simsek, Z., & Jansen, J. J. (2015). CEO social capital and entrepreneurial orientation of the firm: Bonding and bridging effects. *Journal of Management*, 41(7), 1957-1981.
- CHEN, Liping; MA, Yong. Economic Policy Uncertainty, Cooperate Strategy, and Corporate Risk Taking. *Forest Chemicals Review*, 2022, 894-918.
- Cheema, M. U., Munir, R., & Su, S. (2016). Political connections and organisational performance: evidence from Pakistan. *International Journal of Accounting & Information Management*, 24(4), 321-338.
- Faccio, M. (2006). Politically connected firms. *American economic review*, 96(1), 369-386.
- FACCIO, Mara; MARCHICA, Maria-Teresa; MURA, Roberto. CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation. *Journal of corporate finance*, 2016, 39: 193-209.
- FAN, Joseph PH; WONG, Tak Jun; ZHANG, Tianyu. Politically connected CEOs, corporate governance, and Post-IPO performance of China's newly partially privatized firms. *Journal of financial economics*, 2007, 84.2: 330-357.
- GORMLEY, Todd A.; MATSA, David A.; MILBOURN, Todd. CEO compensation and corporate risk: Evidence from a natural experiment. *Journal of accounting and economics*, 2013, 56.2-3: 79-101.
- Jawahar, I. M., & McLaughlin, G. L. (2001). Toward a descriptive stakeholder theory: An organizational life cycle approach. *Academy of management review*, 26(3), 397-414.
- KISH-GEPHART, Jennifer J.; CAMPBELL, Joanna Tochman. You don't forget your roots: The influence of CEO social class background on strategic risk taking. *Academy of Management Journal*, 2015, 58.6: 1614-1636.
- KIM, E. Han; LU, Yao. CEO ownership, external governance, and risk-taking. *Journal of financial economics*, 2011, 102.2: 272-292.
- LI, Jiatao; TANG, Y. I. CEO hubris and firm risk taking in China: The moderating role of managerial discretion. *Academy of Management Journal*, 2010, 53.1: 45-68.

- Lin, C., Lin, P., Song, F. M., & Li, C. 2011. Managerial incentives, CEO characteristics and corporate innovation in China's private sector. *Journal of comparative economics*, 39(2), 176-190.
- MAO, Connie X.; ZHANG, Chi. Managerial risk-taking incentive and firm innovation: Evidence from FAS 123R. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2018, 53.2: 867-898.
- Mitchell, R. K., Agle, B. R., & Wood, D. J. (1997). Toward a theory of stakeholder identification and salience: Defining the principle of who and what really counts. *Academy of management review*, 22(4), 853-886.
- NAKANO, Makoto; NGUYEN, Pascal. Board size and corporate risk taking: further evidence from Japan. *Corporate Governance: An International Review*, 2012, 20.4: 369-387.
- Paquerot, M. (1996). Stratégies d'enracinement des dirigeants, performance de la firme et structure de contrôle. In Charreux, G. (ed.) *Le Gouvernement des Entreprises: Corporate Governance, Théories et Faits*. Paris : Ed.Economica, Recherche en Gestion.
- Rodrigues, J. J. M., & António, N. J. D. S. (2011). MANAGERS'ENTRENCHMENT, POWER AND CORPORATE GOVERNANCE. *Euro Asia Journal of Management*, 21(40).
- Serfling, M. A. (2014). CEO age and the riskiness of corporate policies. *Journal of corporate finance*, 25, 251-273.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1989). Management entrenchment: The case of manager-specific investments. *Journal of financial economics*, 25(1), 123-139.
- Sun, H., Cappa, F., Zhu, J., & Peruffo, E. (2023). The effect of CEO social capital, CEO duality and state-ownership on corporate innovation. *International Review of Financial Analysis*, 87, 102605.
- SU, Zhong-qin; XIAO, Zuoping; YU, Lin. Do political connections enhance or impede corporate innovation?. *International Review of Economics & Finance*, 2019, 63: 94-110.
- Ullah, S., & Kamal, Y. (2022). Corporate governance, political connections and firm performance: The role of political regimes and size. *Global Business Review*, 23(4), 1031-1053.